Währungsgesundung
und
Wirtschaftssanierung

Rückblick auf das Wirtschaftsjahr 1924

Von

Fritz Naphtali

1 9 2 5

Frankfurter Societäts-Druckerei G. m. b. H.
Abteilung Buchverlag / Frankfurt am Main

Währungsgesundung und Wirtschaftssanierung

Rückblick auf das Wirtschaftsjahr 1924

Von

Fritz Naphtali

1 9 2 5

Frankfurter Societäts-Druckerei G. m. b. H., Abteilung Buchverlag

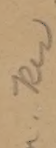
Frankfurt am Main

Diese Arbeit ist zuerst zur Jahreswende 1924/25 im Handelsblatt der „Frankfurter Zeitung“ veröffentlicht worden.

Inhalt

Seite

Der Charakter des Wirtschaftsjahres 1924 5
Ueber Rentenmark und Goldmark zur Reichsmark 7
Die Politik der Reichsbank 9
Die Frankenspekulation 17
Annäherung europäischer Valuten an die Goldparität . . . 19
Die Wiederherstellung der deutschen Wirtschaftseinheit . 21
Der Dawes-Plan 23
Die Reparationsanleihe 27
Der Ablauf der Wirtschaftskrise 29
Der große Sturm 32
Beruhigung durch Kapitaleinfuhr 36
Arbeitsmarkt und Berufsumschichtung 38
Um den Preisabbau 45
Die Bilanz des Außenhandels 49
Der Geldmarkt und die Zinsanomalien 51
Die ernüchterte Börse 55
Die Goldumstellung der Aktiengesellschaften 61
Aufwertung und Gesetzgebung 64
Die Reichsfinanzen 66
Abbau und Aufbau im Bankgewerbe 69
Industrielle Neugruppierungen 73
Kartellentwicklung 76
Konzentration und Umstellung in der Versicherung . . . 78
Die Sonderlinie der Landwirtschaft 80
Ausblick 83





Der Charakter des Wirtschaftsjahres 1924

Der kritische Beobachter der deutschen Wirtschaft war einige Jahre hindurch gezwungen, immer die gleiche Melodie zu variieren, insbesondere für die Jahre 1922 und 1923 mußte er immer wieder das Lied vom Primat der Währung für die Wirtschaftsgestaltung singen, und in dieser Periode schien die Wirtschaftsgeschichte sich in den Auswirkungen des Währungselends zu erschöpfen. Nachdem nun die „größte Inflation der Weltgeschichte" — so wurde in unserer auf Quantitäten auch im Negativen noch stolzen Zeit die Geißel der deutschen Wirtschaft mit Vorliebe genannt — endgültig der Vergangenheit angehört, wird man das innere Bedürfnis des Chronisten begreifen, bei der Analyse des Wirtschaftsjahres 1924 endlich wieder einmal anderen Kräften der wirtschaftlichen Entwicklung den Blick zuzuwenden; es hat doch wirklich auch in den Zeiten gesunder Währung an Problemen nicht gefehlt. Aber die „Loslösung vom Feinde" ist nicht so einfach. Wenn wir das ganze überreiche Tatsachenmaterial aus dem vergangenen Jahre überblicken, hin- und herwenden und sichten, und wenn wir nach dem geistigen Band suchen, um aus den Stücken ein Bild zu gestalten, Einsichten zu gewinnen, so sehen wir bald, daß wir, ohne der Wirklichkeit Gewalt anzutun, dem Zug des Herzens nicht folgen können, daß auch der Rückblick auf dieses Jahr noch einmal auf die Grundmelodie vom Primat der Währung abgestimmt werden muß. Freilich ein

Trost ist uns geblieben: so sehr auch vom Jahre 1924 gilt, daß das Schicksal der Wirtschaft von der Entwicklung der Währung entscheidend abhing, wir haben die alte Melodie nicht noch einmal neu zu variieren, sondern wir haben eine ganz andere Tonart anzuschlagen; nicht mehr um Auswirkungen der Währungszerrüttung handelt es sich, sondern das umgekehrte Vorzeichen beherrscht diesmal unsere Betrachtungen, der *Prozeß der Währungsgesundung* hat allen wirtschaftlichen Erscheinungen des Jahres 1924 in Deutschland den Stempel aufgedrückt. Ein Einwand gegen diese Kennzeichnung kann auftauchen. Man könnte dazu neigen, an Stelle der Währungsentwicklung die internationale Politik, die für uns in den *Londoner Vereinbarungen*, in der Annahme und beginnenden *Durchführung des Dawesplanes* gipfelte, als den ausschlaggebenden Faktor der Wirtschaftsentwicklung anzusprechen. Wir werden im Verlauf unserer Betrachtung das Gewicht dieser Einflüsse gewiß nicht unterschätzen, wir werden auch die mannigfachen Wechselwirkungen zwischen Währungsgesundung und Reparationspolitik zu würdigen haben; wenn wir aber trotzdem der Währungsgesundung den ersten Platz einräumen, so geschieht es nicht nur, weil sie *zeitlich* vorangegangen ist und dadurch ihrerseits erst den Boden für die besondere Form des Dawesplanes bereitet hat, sondern vor allem auch, weil sie noch *tiefer* auf alle Einzelgestaltungen des wirtschaftlichen Lebens eingewirkt hat als selbst die internationale Politik. Im übrigen zwingt die klärende Betrachtung dazu, Entwicklungsreihen nacheinander zu verfolgen, auch wenn man sich bewußt ist, daß in der Wirklichkeit die Räder ineinandergreifen. Beginnen wir also unseren Gang durch das Wirtschaftsjahr getrost mit dem Weg der Währung.

Ueber Rentenmark und Goldmark zur Reichsmark

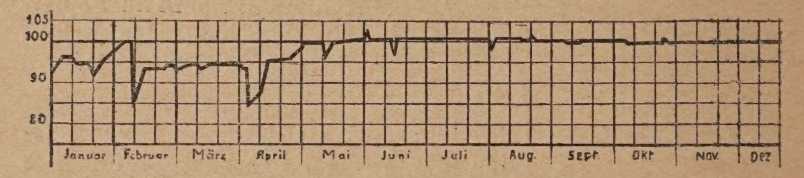
Wann ist die Mark stabilisiert worden? Will man diese Frage mit einem bestimmten Datum beantworten, so bietet sich ein launiges Thema für eine künftige Doktorarbeit. Wir stellen einige Daten zur Auswahl:

Datum	Ereignis
13. Oktober 1923:	Erlaß der Rentenbank-Verordnung.
15. November 1923:	Ausgabe der Rentenmark. Einstellung der Diskontierung von Papiermark-Schatzwechseln. Vulgär: Stillegung der Notenpresse, in Wirklichkeit: Umstellung der Notenpresse.
20. November 1923:	Amtlicher Dollarkurs 4.2 Billionen, d. h. 1 Goldmark = 1 Billion Papiermark.
14. Dezember 1923:	Erklärung der Reichsbank über jederzeitigen Tausch von Rentenmark in Papiermark, d. h. Verkoppelung der beiden Währungen auf Basis 1 Billion Pℳ = 1 Rentenmark.
7. April 1924:	Einstellung der Neugewährung von Krediten durch die Reichsbank. Vorläufige wirkliche Stillegung der Notenpresse.
3. Juni 1924:	Erstmalige volle Zuteilung der angeforderten Devisen zum amtlichen Kurse.
30. August 1924:	Unterzeichnung des Schlußprotokolls der Londoner Vereinbarungen, welche die Durchführung des neuen deutschen Bankgesetzes einschließen.
11. Oktober 1924:	Nach Abschluß der Reparationsanleihe am 10. Oktober Inkraftsetzung des Bankgesetzes, des Münzgesetzes und des Gesetzes über die Liquidierung des Umlaufs der Rentenbankscheine. Neue Währung: die *Reichsmark*.

Es ist nicht unsere Absicht, uns hier für ein Datum zu entscheiden. Zwischen dem Rechtsakt, der im Oktober 1923 zum Ausgangspunkt der Währungswende wurde, und dem Rechtsakt, der im Oktober 1924 den Schlußpunkt unter die vollzogene Entwicklung setzte, liegen zahlreiche Etappen. Wie sehr die erste Hälfte des Jahres 1924 noch im Zeichen der Sorge um die Erhaltung der Stabilität stand, wie künstlich der Neubau noch war, das veranschaulicht das folgende Bild von der Entwicklung des Kurses der Mark am freien Londoner Markte im Verhältnis zur amtlichen deutschen Notierung des Pfundes:

Die Bewertung der Mark im Ausland 1924

(Errechnet nach Londoner Notiz; amtliche deutsche Notierung = 100.)



Danach ist es jedenfalls kaum erlaubt, vor Anfang Mai vom Gelingen der Stabilisierung zu sprechen, und wenn wir uns daran erinnern, daß auch im Mai noch die Zuteilungen auf die angeforderten Devisen in Berlin sich zwischen 1 und 2 pCt. bewegten, so werden wir wohl erst den 3. Juni, den ersten Tag der Vollzuteilung, als den Austritt der Stabilisierung aus der Gefahrenzone ansprechen dürfen. Um aber voll zu würdigen, wieweit die unmittelbaren praktischen Nachwirkungen der Schwankungsperiode auf dem nächstliegenden Gebiete des Devisenhandels in die Stabilisierungsepoche hineinreichen, muß daran erinnert werden, daß erst

am 12. November der ganze Wust der *Reglementierungsverordnungen für den Devisenverkehr* beseitigt worden ist (bis auf einige kleine, heute auch überalterte Reste, die ebenso wie zwecklose Kapitalfluchtbestimmungen bald verschwinden sollten). Haben wir somit die zeitliche Erstreckung des Prozesses der Währungsgesundung über das Jahr 1924 verfolgt, so gilt es nun, einen Blick auf den Inhalt der einzelnen Etappen und auf das Endergebnis, die Reichsmarkwährung, zu werfen.

Die Politik der Reichsbank

Das Geheimnis des Erfolges der Rentenmark beruhte darauf, daß sie, getragen vom Vertrauen der Massen, durch die gewaltige Verminderung der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes aus dem Verkehr eine *Uebergangsanleihe* für das Reich freimachte, die ausreichte, ausreichen mußte, um unter Anwendung harter Spar- und Steuermaßnahmen den Reichshaushalt in Ordnung zu bringen. Daneben aber diente diese große Anleihe in Geldzeichenform auch der vorläufigen Fortsetzung der Kreditgewährung an die private Wirtschaft. Es war ein durchaus richtiger Gedanke, daß die Entwöhnungskur vom Gift der Inflation nicht abrupt erfolgen sollte. Die Reichsbank hörte mit dem Stillstand der Entwertung und der gleichzeitig zur Vorsicht auch für Rentenmarkkredite allgemein eingeführten *Valorisierungsklausel*, d. h. Goldmarkrechnung für Kredite auf der Basis von $^{10}/_{42}$ Dollar zwar endgültig mit den wahnwitzigen Geschenken an die Kreditnehmer auf Kosten der Allgemeinheit auf, aber sie fuhr zunächst fort, Kredite zu verteilen, und zwar zu einem Zinssatz, der weit unter den Zinssätzen des Marktes

lag und somit den Anreiz zu stärkstem Ansturm der Kreditsuchenden bot. Wenn wir von der Diskonthöhe absehen, deren falsche Normierung man durch ein vages und willkürliches Kontingentierungssystem zu ersetzen suchte (wir werden davon noch bei Betrachtung der Zinsentwicklung zu sprechen haben), war es an sich vernünftig, den Kreditstrom nicht plötzlich abzuschneiden und dadurch die Krise, die sofort nach dem Uebergang zur Zwischenwährung eingesetzt hatte, unnötig zu verschärfen. Die Kunst bestand nur in der richtigen Dosierung. Es besteht heute wohl kaum mehr ein Zweifel darüber, daß man im ersten Vierteljahr 1924 in der Freigebigkeit an Krediten mit Hilfe der Rentenmarkvermehrung zu weit gegangen ist. Ueber die nützliche Krisenlinderung hinaus wurde dadurch eine kleine Neuauflage einer Inflationsscheinblüte der Wirtschaft erzeugt, die nicht nur den späteren Rückschlag verschärfen mußte, sondern vor allen Dingen die kaum errungene und damals außenpolitisch noch nicht gesicherte Währungsstabilität gefährdete. Vom 15. November 1923 bis 7. April 1924 waren nach dem Reichsbankausweis die Wechselkredite von 39.5 auf 1867 Millionen Goldmark gestiegen, rund 1000 Millionen des Zuwachses entfielen auf die letzten zwei Monate dieser Periode. Das Verdienst der Reichsbankleitung unter Führung Dr. Schachts lag nun darin, daß sie immerhin, ehe schweres Unheil angerichtet war, ehe eine Vertrauenserschütterung in die Rentenmark über enge Fachkreise hinausging, die Gefahr erkannte und nun *nach dem 7. April* unter voller Betonung der Pflicht, vor allen Dingen die Währung zu schützen auch gegenüber einem Sturm der nun in die Krise hineingetriebenen Wirtschaftskreise, eine *radikale Restriktionspolitik* durchführte, die Notenpresse wirklich zum Stillstand brachte. Durch die Verspätung der Erkenntnis dieser

Notwendigkeit und durch das starre System der Kreditverweigerung ohne Diskontpolitik — der Diskontsatz der Reichsbank blieb das ganze Jahr unberührt von allen Schwankungen des Geldmarktes 10 pCt. — wurde manche Kalamität erzeugt, die der Wirtschaft vielleicht hätte erspart bleiben können, das Wesentliche war aber doch, daß man *die Nerven behielt,* trotz aller Notschreie der Interessenten nicht rückfällig zu werden. Dadurch war die Währung gerettet, und in schnellem Tempo setzte sich die Entwicklung durch, die von der Karikatur eines Devisenmarktes, auf dem 1 bis 2 pCt. der Anforderungen für die hundertprozentige vorherige Bereitstellung in Mark gefordert wurden, zu einem *echten Devisenmarkt* mit voller Zuteilung seit dem 3. Juni führte.

Die Härte des Abbruchs der Markkredite suchte man, wenigstens für bestimmte im Dienste des Exports arbeitende Kreise, durch Vermittlung von Devisenkrediten zu lindern. Diesem Ziele diente die von der Reichsbank auf Grund eines Gesetzes vom 13. März errichtete *Golddiskontbank.* Dieses Institut, das völlig überflüssigerweise mit dem übrigens nie benutzten Ausgaberecht von deutschen, auf Pfundsterling lautenden Noten ausgestattet wurde, wird nicht nur um seiner Kurzlebigkeit willen — kaum sechs Monate nach der Gründung begann der Abbau —, sondern auch wegen der Eigenart seiner Konstruktion als „interessanter Fall" in der internationalen Notenbankgeschichte fortleben. Hier ist nicht der Platz, an der Golddiskontbank, die eben noch ein echtes Kind der unsicheren Uebergangszeit war, theoretische Kritik zu üben oder die Frage zu untersuchen, ob sich nicht ihr Zweck in einfacherer Form hätte verwirklichen lassen, sondern es gilt vielmehr als Tatsache zu verbuchen, daß sie durch Aufbringung eines Valutakapitals aus dem Inlande und die Erlangung von Rediskontkrediten in Amerika und

England den Unternehmungen, die ihrerseits für die Wiedereinbringung von Devisen Gewähr boten, durch Diskontierung von Wechseln, die auf Dollar oder Pfundsterling lauteten, Kredite verschaffte, die auf dem Höhepunkt (August-September) die Gesamtsumme von rund Lst. 14 Millionen erreichten. Diese Summe ist gewiß nicht erschütternd, aber in den Monaten der schlimmsten Kreditklemme in Deutschland, in der sie zur Verfügung stand, bedeutete sie schon eine gewisse nützliche Erleichterung der Lage. Wenn auch ein wenig viel Lärm um diese kurzlebige Gründung des Reichsbankpräsidenten gemacht worden ist, so wäre es doch übertrieben, zu sagen, daß der Lärm um nichts war.

Der Verlauf der ersten Jahreshälfte hatte auch denen, die theoretischer Erkenntnis ferner standen, deutlich bewiesen, daß die Deckungskonstruktionen mit Hypotheken und praktisch nie benutztem Umtauschrecht in Pfandbriefe bei der Rentenbank nur als Mittel zur Stärkung des Volksglaubens in der Einführungszeit ihre Bedeutung hatten, daß aber das entscheidende Gewicht für die Gesundung und Gesunderhaltung der Währung bei der vorsichtigen Bemessung der Menge des umlaufenden Geldes — in Noten- und Giroform — liegt. Sobald die Reichsbankpolitik entsprechend handelte, trat die Währungsruhe ein. Nachdem es so weit war, hätte man an sich daran denken können, ohne große Veränderungen das Rentenmarkprovisorium in ein Definitivum der deutschen Währung umzuwandeln. Dieser recht einfach erscheinende Weg war aber inzwischen verbaut. Erstens war zum Teil gerade auf Grund der Ueberschätzung der Deckungsfrage und der Unterschätzung der Quantitätsfrage die Rentenmark von Anfang an als „Zwischenlösung“ propagiert worden, der als endgültige Sanierung die Goldnotenbank, die Rückkehr zur Gold-

währung folgen sollte. Zweitens aber war dieser Gedanke inzwischen übergegangen in die internationale Politik. Die Umgestaltung der Reichsbank, der Abbau der Rentenmark und die Wiederherstellung einer auf Gold- bezw. Devisendeckung aufgebauten neuen Währung, der Reichsmark, waren wesentliche Bestandteile des Dawesplanes und damit der Spezialdiskussion in Deutschland entzogen. Denn gegenüber der großen politischen Frage der Annahme oder Ablehnung des Dawesplanes war es von ganz untergeordneter Bedeutung, ob man im einzelnen den Weg der Neuordnung für etwas mehr oder etwas weniger zweckmäßig hielt. So wurden denn die *Neuordnung der Reichsbank* und mit ihr der Uebergang zur Reichsmark zu den ausschlaggebenden Tatsachen der zweiten Jahreshälfte.

Wir müssen uns hier begnügen, mit einigen Stichworten auf den Inhalt dieser Neuordnung hinzuweisen. Sie bedeutete den endgültigen *Abschied von der Billion.* Jenes Umtauschverhältnis von 1 zu 1 Billion, das nicht ohne Mühe in der Praxis durchgeführt war, wurde nun gesetzlich festgelegt, es wurde die Devalvation der alten Mark in die neue Reichsmark vorgenommen. Sie bedeutete weiter eine Aenderung der Verwaltungsform, in der sich die Einbeziehung der Währungsfrage in den Bereich der Reparationspolitik spiegelt. Im *Generalrat,* der zur Hälfte aus Ausländern besteht, und in der Bestellung eines Ausländers zum *Kommissar für die Notenausgabe* wurde eine *internationale Kontrolle* über die Reichsbank errichtet. Im Rahmen der Reparationspolitik mag diese Verknüpfung nützlich erscheinen, und man mag auch anerkennen, daß die Formen der Kontrolle von Härten einigermaßen freigehalten worden sind; als Wendepunkt in der Geschichte der Deutschen Reichsbank erfüllt uns dieser Verlust der nationalen Selbständigkeit mit Trauer. Unser

Schmerz wird nicht geringer, wenn wir daran denken, daß der ungeheure Mißbrauch, der in den vergangenen Jahren mit dem Instrument der deutschen Zentralnotenbank getrieben worden war, der Hauptgrund für diesen Verlust gewesen ist. Prinzipiell bedeutet das neue Bankgesetz die *Rückkehr zur Goldwährung:* die Reichsbank ist verpflichtet, Barrengold zum festen Satz von 1392 Mark für das Pfund fein gegen ihre Noten umzutauschen und ihre Noten nach ihrer Wahl in Gold oder Auszahlung in ausländischer Währung einzulösen. Diese Einlösungspflicht ist nun aber vorläufig suspendiert, so daß man bis zu ihrer Aufnahme wohl unsere Reichsmark zu den sogenannten Goldkernwährungen zu rechnen hat. Die umlaufenden Noten müssen zu 40 pCt. in Gold oder Devisen gedeckt sein. Drei Viertel dieser Deckung sollen aus Gold bestehen. Der Restbetrag ist durch diskontierte Wechsel mit in der Regel drei Unterschriften zu decken.

Obwohl die Reichsbank in den letzten Monaten nach gewonnener Sicherheit die starre Kreditgrenze vom 7. April aufgegeben hat — sie erhöhte die Kontingente um 10 bis 15 pCt. —, war der Zustrom an Gold und Devisen aus der Reparationsanleihe des Reichs und aus privaten Devisenverkäufen, die zum Teil aus Auslandskrediten stammen, so groß, daß der *Gold- und Devisenbestand* nach einer Aeußerung Dr. Schachts am 15. Dezember *über zwei Milliarden Mark* betrug, d. h. erheblich über das für die Notendeckung gesetzlich erforderliche Maß hinausgeht. Mit Recht bezeichnete der Reichsbankpräsident diese Ansammlung verhältnismäßig hoher Bestände als Folge des Einströmens ausländischer Kredite, und er rechnet damit, daß zur Rückzahlung kurzfristiger Kredite oder bei ihrer Verwendung für Wareneinfuhren aus diesem Reservoir bald wieder Abrufe

gegen Mark erfolgen können. Auf jeden Fall muß das Augenmerk darauf gerichtet sein, daß der jeweilige Gold- und Devisenbestand wohl eine äußerste Höchstgrenze für die Notenausgabe darstellt, daß man aber nicht etwa sich dazu verleiten lassen darf, ohne weiteres die Kreditgewährung auf Grund der Deckung bis zu der Höchstgrenze auszudehnen. Vielmehr muß die *Kreditpolitik*, die hoffentlich bald wieder mit dem regulären Mittel der Diskontfestsetzung arbeiten wird, unter Würdigung der Preislage und der gesamten Konjunkturgestaltung geführt werden. Es ist beliebt, jetzt zu sagen: unter dem neuen Bankgesetz — seine Einhaltung natürlich vorausgesetzt — können wir *keine neue Inflation* erleben. Das ist richtig, wenn man bei der Inflation nur an eine Schöpfung zusätzlicher Kaufkraft denkt, die so weit geht, daß sie das Geldwesen zerrüttet; es ist aber falsch, wenn man auch das geringere Maß der Schöpfung zusätzlicher Kaufkraft, das zur Erzeugung einer künstlichen Konjunktur führt, in den Begriff einbezieht, wie es an sich richtig ist. Vor dieser Gefahr einer ungesunden Konjunkturbildung durch Inflation gibt es keinen mechanischen Schutz durch Deckungsvorschriften, ihr kann man nur begegnen durch eine vernünftige Praxis der Bankpolitik. Indem wir die Wichtigkeit der Vermeidung *künstlicher* Konjunkturen betonen, machen wir uns nicht die Auffassung derjenigen modernen Währungstheoretiker zu eigen, die nun so weit gehen, daß sie auf dem Wege der Geldpolitik innerhalb des kapitalistischen Wirtschaftssystems die Herbeiführung einer konjunkturlosen Wirtschaft für möglich und erwünscht halten. An die Möglichkeit glauben wir nicht, weil die Kreditexpansion und -kontraktion wohl eine sehr wichtige, aber nicht die einzige Ursache des Konjunkturrhythmus in der modernen Wirtschaft ist. Die Erwünschtheit ist aber

mindestens ein Problem. Würde völlige Ausschaltung der Bewegung in der kapitalistischen Wirtschaft nicht Erstarrung bedeuten?

Daß in der Praxis der Kreditpolitik oft das Richtige getan werden kann, auch wenn die theoretische Begründung falsch ist, haben wir im letzten Jahre manchmal kennen gelernt. Trotzdem will es uns scheinen, daß eine klare Erkenntnis der theoretischen Zusammenhänge geeignet ist, die Gefahren praktischer Fehlgriffe zu vermindern.

Die Tatsache, daß unsere Betrachtung der Bankpolitik des Jahres 1924 selbstläufig von den Grundfragen der Geldverfassung hinüberglitt zu den wichtigen, aber doch weit weniger erregenden Problemen der Konjunkturpolitik, beweist vielleicht am besten, daß wir am Ende des Jahres die *Währungsgesundung* als einen *abgeschlossenen Prozeß* betrachten dürfen. Auf rein geldlichem Gebiete liegt die Periode der Zerrüttung hinter uns. Weniger leicht sind die *Nachwirkungen* in der Wirtschaft zu überwinden. Ehe wir uns ihnen zuwenden, wollen wir noch einen Blick auf diejenigen internationalen Währungsverschiebungen des Jahres 1924 werfen, die auch bedeutungsvoll für den Verlauf der deutschen Wirtschaft geworden sind.

Die Frankenspekulation — Annäherung europäischer Valuten an die Goldparität

Der erste Vorgang, der uns hier interessiert, die Spekulation in französischen Franken in den ersten Monaten des Jahres, vollzog sich mit vielem Lärm, der zweite Vorgang in den letzten Monaten, das Steigen des englischen Pfundes, des holländischen Guldens und des Schweizer Franken gegenüber dem Dollar, wurde in der Oeffentlichkeit nur wenig beachtet und vielleicht in seinen Rückwirkungen auf die deutsche Wirtschaft unterschätzt.

Von allen europäischen Währungen hat am Golde bezw. am Dollar gemessen der *französische Franken* im vergangenen Jahre die heftigsten Schwankungen durchgemacht. 1923 war der Frankenkurs von 39 auf 26.5 pCt. der Goldparität gesunken. Von Anfang 1924 bis zum 10. März setzte sich die Entwertung in beschleunigtem Tempo fort bis auf 16.6 pCt. der Goldparität. Es schien, als ob die zunehmende Deckung der Staatsausgaben mit kurzfristigen Schatzwechseln (die allerdings im Publikum noch Aufnahme fanden) im Verein mit reichlicher Kreditgewährung an die private Wirtschaft zu niedrigem Diskontsatz hier einen neuen Währungszusammenbruch erzeugen würde. Es entwickelte sich eine internationale Baissespekulation gegen den Franken, die zunächst wiederum den Entwertungsprozeß verschärfte. Es war nun eine ausgesprochene Folge der in Deutschland und in Oesterreich noch fortwirkenden *geistigen Inflationseinstellung*, daß gerade Wirtschaftskreise dieser Länder, in denen man gründlich gelernt hatte, daß Inflationen zu Quellen der Bereicherung des einzelnen werden können, wenn man nur „richtig liegt", sich mit besonderem Elan an dieser Spekulation beteiligten. Bankiers und Warenkauf-

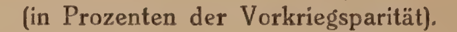
leute waren ja soeben aus der Bahn ihrer deutschen Inflationsgeschäfte geworfen. Mangel an Verdienstmöglichkeiten herrschte, die Krise drohte Opfer zu fordern. Die Umstellung war schwer und hart. Da lockte der Franken noch einmal mit der Möglichkeit, nach der alten Methode dick zu verdienen. Die moralisch-nationale Hemmung, die für die Teilnahme an der Konterminierung der Mark stellenweise bis in die letzte Zeit wirkte, fehlte hier ebenso wie störende Verordnungen. So erlagen viele Bankleute und Warenhändler — besonders am Metallmarkt spielte der Bleiterminverkehr in Franken eine Rolle, Mehl- und Textilienhändler importierten elsässische Waren und blieben Franken schuldig — der Versuchung. Man verlor den Blick für die Gefahren, das „Frankenfixen" war die große Mode. Vom 10. März ab begann nun die Bank von Frankreich, gestützt auf ihre große Goldreserve, mit Hilfe amerikanisch-englischer Kredite die Stützungsaktion. Die Panik der internationalen Baissepartei trieb bis Ende April den Franken wieder *von 16.6 bis fast 35 pCt. der Goldparität* in die Höhe. In diesen sieben Wochen krachte es in Deutschland und vielleicht um noch einen Ton lauter in Wien. Hunderte von Millionen Goldmark wurden verloren. Die Effektenbörsen gerieten ganz unter den verheerenden Einfluß der Frankenverluste. Nur wenige konnten die Erleichterung genießen, als im Mai und Juni der Franken wieder herabging, zeitweise bis auf 24 pCt. der Goldparität, um endlich von September ab mit etwa 27 pCt. stabil zu bleiben. Die Frankenepisode, eine Nachgeburt der heimischen Inflation, wurde zu einem starken, den Wirtschaftsablauf in Deutschland bestimmenden Faktor. Deshalb und weil es sich hier um eine interessante psychische Auswirkung der eigenen Währungswirren handelte, bildet die Betrachtung des

Frankenkurses ein Kapitel, und zwar ein recht trauriges, in der deutschen Wirtschaftsgeschichte dieses Jahres.

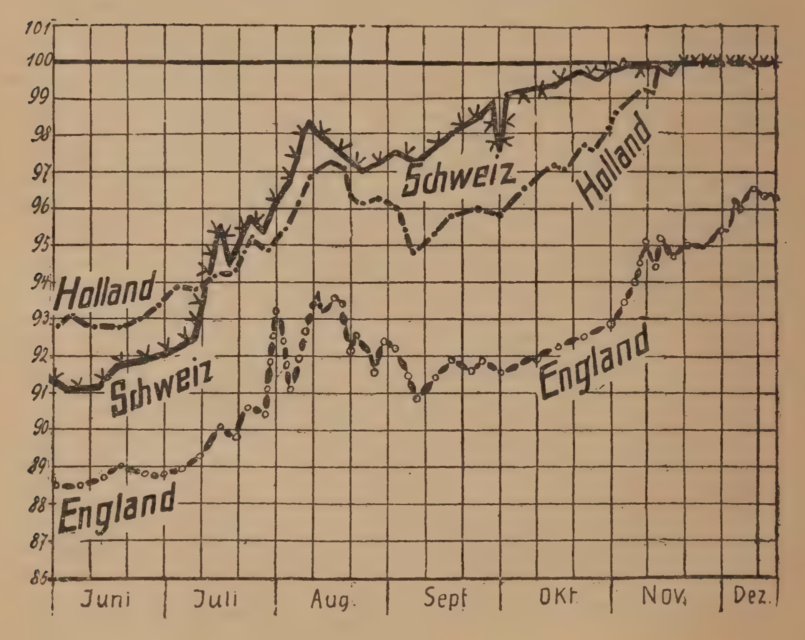
Wir kommen nun zu dem harmloseren Abschnitt auf dem Gebiete der Rückwirkung internationaler Währungsbewegungen. Schon unsere Uebergangswährung, die Rentenmark, und die zur üblichen Rechnungseinheit gewordene Goldmark war *an den Dollar gebunden.* $^{10}/_{42}$ Dollar war die Mark, schon bevor durch die neue Verankerung der Reichsmark mit der alten Goldparität offiziell der sonst nur für die Vereinigten Staaten und Schweden bestehende Goldstandard hergestellt war. Man hat die Zweckmäßigkeit der Verknüpfung der Mark mit der reinen Goldvaluta in einem Augenblick, wo die Währungen anderer, stärkerer Länder, besonders Englands, noch erheblich unter der Dollarparität standen, oft bezweifelt und in ihr eine Quelle des überhohen deutschen Preisniveaus und damit der Exporterschwerung gesehen. Diese Kritik entbehrte nicht einer gewissen Berechtigung, wenn wir auch glauben, daß, nachdem man einmal zur Goldrelation zurückstrebte, die Einschaltung einer weiteren Zwischenbindung, etwa an das Pfund, doch mehr Nachteile als Vorteile gehabt hätte. Wie dem aber sei, auf jeden Fall ergab sich, daß nach der Verknüpfung der Mark mit dem Dollar die *Bewegung anderer europäischer Valuten im Verhältnis zum Dollar*, d. h. zum Goldstandard auch für die deutsche Valuta von unmittelbarer Bedeutung wurde. Nun haben sich das englische Pfund, der holländische Gulden und der Schweizer Franken, also die für den Außenhandel wichtigsten europäischen Währungen, in der zweiten Jahreshälfte sehr stark der Dollarparität genähert. Auf die Ursachen hier näher einzugehen, würde uns zu weit führen, erwähnt sei nur, daß gerade für die letzten Monate die deutsche Reparationsanleihe und die Zunahme der amerika-

nischen Privatkredite an Europa, nicht zuletzt an Deutschland zu den wesentlichen Faktoren der Entwicklung gehörten. Diese Entwicklung selbst veranschaulicht das folgende Bild:

Die Steigerung europäischer Valuten gegenüber dem Dollar 1924



(in Prozenten der Vorkriegsparität).



Vom Dollar und der Mark aus betrachtet, stellt diese Bewegung eine Wertsenkung, gemessen am Pfund und an den anderen Valuten, dar. Diese Wertsenkung drückte sich zunächst als Erhöhung derjenigen Preise in Deutschland aus, die im Welthandel nach Lst. berechnet werden und bei uns

in Abhängigkeit vom englischen Markt stehen. Die Tendenz pflanzt sich dann weiter fort in der Richtung Preissteigerung oder Hemmung des Preisabbaus, Belebung der Konjunktur, Erleichterung der Ausfuhr, Erschwerung der Einfuhr. Natürlich kommen diese Tendenzen, schon weil die Mark die Bewegung mit dem Dollar gemeinsam hat, dem Dollar gegenüber diese Kräfte also nicht wirksam sind, viel weniger scharf zur Auswirkung, als wenn es sich um eine Eigenbewegung der Mark handeln würde. Trotzdem aber scheint es uns wichtig, auch diese Seite der Valutabewegung zur Erklärung des Konjukturablaufs der deutschen Wirtschaft, insbesondere zum Verständnis der Besserungszeichen in den letzten Monaten nicht außer acht zu lassen. Bevor wir uns aber nach der Betrachtung der Währungsentwicklungen ihrem Reflex in dem Wirtschaftsablauf im allgemeinen und im besonderen zuwenden, müssen wir einen Blick auf die zweite, diesen Ablauf stark bestimmende Ursachenreihe, auf die internationale Politik des Jahres 1924 werfen.

Die Wiederherstellung der deutschen Wirtschaftseinheit

Um die Bedeutung der *Neuordnung der Reparationslasten* zu würdigen, muß man an den Ausgangspunkt denken. 1923 war das Jahr des zerstörenden Ruhrkampfes. Die Aufgabe des passiven Widerstandes hatte zwar den Weg geebnet zur Wiederaufnahme der produktiven Arbeit in Deutschlands wichtigstem Industrierevier, aber weder fiel die Sperre zwischen besetztem und unbesetztem Deutschland, noch konnte von freier Entfaltung der Kräfte im besetzten Gebiet die Rede sein. Frankreich und Belgien hatten das Rheinland und das Ruhrgebiet zu Reparationsprovinzen

gemacht, an deren Erträgnissen sie sich schadlos halten wollten für die mangelnden Zahlungen des übrigen Deutschland. Das Instrument dieser Ausbeutungspolitik der Pfandgebiete waren die *Micumverträge*. Das Kernstück dieser Verträge, welche die Besatzungsbehörden den wichtigsten Industriegruppen aufnötigten, war die Auflage von Ausfuhrabgaben, die den Gläubigern neben den erzwungenen Sachlieferungen bares Geld einbringen sollten. Die Leistungen der Industrie wurden dem Reich auf Reparationskonto gutgeschrieben. Der Industrie wären daraus an sich Entschädigungsansprüche in gewissem Umfange erwachsen, aber zunächst war die Zahlungsfähigkeit des Reiches gerade in der ersten Periode der Währungssanierung sehr eng begrenzt. Eine Reihe von Ruhrzechen stand seit der Kampfzeit unverändert unter französischer Herrschaft. Die Eisenbahnen des besetzten Gebietes waren vom Reichsnetz losgelöst in den Händen der Regie. Alle diese Dinge hielten die Wirtschaft unter schwerem Druck. Industrielle Krise und soziales Elend nahmen im rheinisch-westfälischen Revier die schlimmsten Formen an. Wenn auch bei Verlängerungen der Micumverträge im Laufe des Jahres 1924 gewisse Erleichterungen erzielt wurden, so dauerte doch die Periode dieser verheerenden Nachwirkungen des Ruhrkampfes im wesentlichen bis zum Oktober an. Erst dann traten die entscheidenden wirtschaftlichen Wirkungen der Inkraftsetzung des Dawes-Planes in Erscheinung. Am 21. Oktober wurde die *Zollgrenze* zwischen besetztem und unbesetztem Deutschland *aufgehoben*, und die *Zollverwaltung* an der Westgrenze des besetzten Gebietes ging auf die *deutschen Behörden* über. Die Micumverträge sind erledigt. Am 28. Oktober wurden die Regiezechen übergeben. Am 16. November endlich ging die Regiebahn auf die Reichsbahngesellschaft über. Die *wirtschaftliche Einheit Deutschlands* ist wiederher-

gestellt, die Justiz- und Verwaltungshoheit des Deutschen Reiches im Rahmen des Rheinlandabkommens wiedergewonnen. Inzwischen sind einige Teilgebiete der unrechtmäßigen Besetzung auch militärisch geräumt worden (Offenburg, Appenweier, Mannheim, der Karlsruher Rheinhafen, Dortmund - Hörde, Vohwinkel, Remscheid, Wesel). Der Reiseverkehr nach dem besetzten Gebiet ist wieder frei. Ein großes Aufatmen geht durch das Wirtschaftsleben in den besetzten Gebieten. Unwirtschaftliche Hemmungen der produktiven Arbeit und der Wechselbeziehungen der verschiedenen Landesteile sind beseitigt. Noch ist die Zeit des neuen Regimes zu kurz, als daß sich schon alle Auswirkungen überschauen ließen. Aber daran kann niemand zweifeln, daß das letzte Vierteljahr 1924 dem deutschen Wirtschaftsleben und im besonderen dem rheinisch-westfälischen Industriebezirk neue sichere Grundlagen für aufbauende Arbeit gebracht hat. Hier liegt der Hauptertolg, den die Londoner Vereinbarungen unmittelbar auf die Wirtschaft ausgeübt haben.

Der Dawes-Plan

Das erste Drittel des Jahres haben die Sachverständigen der Finanzwelt unter der Führung des amerikanischen Bankdirektors General Dawes über den Plan zur Neuordnung der deutschen Reparationszahlungen beraten. Das zweite Drittel war mit den Verhandlungen der Regierungen erfüllt, die schließlich am 30. August zur Unterzeichnung der Londoner Vereinbarungen führten. Das letzte Drittel stand im Zeichen des Beginns der Durchführung. Es ist hier nicht die Stelle für eine kritische Durchleuchtung des Dawes-Planes. Er stellt einen ernstlichen Versuch dar, die Reparationsprobleme aus der Atmosphäre des machtpolitischen Streites

herauszulösen und auf das Gebiet der wirtschaftlichen Sachlichkeit überzuführen. Daß der erste Schritt in dieser Richtung gelungen ist, war auch den politischen Konstellationen in den Hauptländern zu danken. In England hat der inzwischen durch die Neuwahlen gestürzte Premier aus der Arbeiterpartei, *Macdonald,* sich ehrlich um die Befriedung Europas gemüht, in Frankreich bereiteten die Wahlen vom 11. Mai dem Poincarismus ein Ende und die zur Verständigung geneigte Regierung *Herriot* wurde der Vertragspartner, in Deutschland gelang es trotz der Wahlen vom 4. Mai, unter der Führung des Reichskanzlers *Marx* die nationalistischen Gegner der Vernunftpolitik von störendem unmittelbaren Einfluß auf die Regierung fernzuhalten. Der Dawes - Plan ist als Instrument auf dem Wege zur Befriedung zu würdigen. Er ist eine Revision des Versailler Vertrages, aber so wenig er die erste Revision war, so wenig wird er die letzte sein. Möglichkeiten der Umbildung sind in ihm selbst enthalten. Die Herkunft vom Versailler Vertrag verleugnet dieser Plan nicht: *Lasten von ungeheurem Umfang* werden der deutschen Wirtschaft auferlegt. Nach vier Uebergangsjahren sollen die deutschen „Normalleistungen" 2½ Milliarden Mark jährlich betragen, zu denen unter Umständen noch Zuschläge auf Grund eines problematischen Wohlstandsindex hinzukommen sollen. Man würde auch bei der Betrachtung der Gegenwart der deutschen Wirtschaft (z. B. bei der Beurteilung der Entwicklung der öffentlichen Finanzen) zu Fehlschlüssen gelangen, wenn man die Tragweite dieser Belastungen einer nahen Zukunft, die Problematik ihrer Tragbarkeit nicht gebührend betonen würde. Aber nicht minder wichtig und noch unmittelbarer wirksam sind die auf dem System der Zahlungssicherungen des Dawes-Planes beruhenden Veränderungen für die deutsche

Wirtschaft. Wir wollen hier nur in aller Kürze die wichtigsten Punkte hervorheben.

Die Stabilität der deutschen Währung wird als Voraussetzung der Zahlungsfähigkeit anerkannt. Ihr dient die *Neuordnung der Reichsbank* unter ausländischer Kontrolle, von der schon früher gesprochen wurde. Ihr dient aber weiter die Bestimmung, daß alle Verpflichtungen des Reichs erfüllt sein sollen, wenn die geforderten Beträge in deutscher Goldwährung bei der Reichsbank dem „*Agenten für Reparationszahlungen*" überwiesen sind. Die Umwandlung der Markbeträge in fremde Währung oder ihre Verausgabung für Besatzungskosten und Sachlieferungen ist Sache der Alliierten. Sie wird ausgeübt vom Agenten für Reparationszahlungen unter Assistenz eines interalliierten Komitees. Die Erhaltung der Stabilität der Mark wird dadurch Pflicht und Interesse der Gläubigervertretung. Der Agent für Reparationszahlungen, der in der Person des amerikanischen Anwalts Parker Gilbert ernannt wurde, wird zu einem wichtigen Faktor am deutschen Geldmarkt und Devisenmarkt. Da aber in letzter Linie die Transferierungsmöglichkeit vom Exportüberschuß abhängen wird, so werden hier auch Interessen für die Beseitigung von Exporthemmungen geschaffen. Wie sich die Verkettungen verschiedener Interessen auswirken werden, ist heute noch nicht zu übersehen. Auf jeden Fall aber darf man sagen, daß die Gefährdung der deutschen Währung, die in früheren Jahren immer von der Notwendigkeit ausging, zu bestimmtem Termin Zahlungen in fremder Währung zu leisten, seit der Inkraftsetzung des Dawes-Planes beseitigt ist.

An Stelle der Ausbeutung des besetzten Gebietes hat der Dawes-Plan ein System von Pfandsicherungen für die deutschen Zahlungen organisiert. Das Hauptstück bilden

dabei die *deutschen Eisenbahnen.* Ihr Betrieb ist vom Reich auf eine Aktiengesellschaft übertragen worden. Die Reichsbahngesellschaft hat ein Stammkapital von 13 Milliarden Mark, über das die Reichsregierung verfügt. Dazu kommen 2 Milliarden Mark Vorzugsaktien, die verkauft werden sollen zur Schuldtilgung, zur Deckung neuen Kapitalbedarfs und zum Teil (250 Millionen Mark) zur Aufbringung einer Reparationszahlung im zweiten Jahre. Die eigentliche Reparationslast der Reichsbahn besteht in einer *Obligationenschuld von 11 Milliarden Mark,* die mit 5 pCt. zu verzinsen und mit 1 pCt. jährlich zu tilgen ist. In den Rat der Direktoren, der an der Spitze des Unternehmens steht, treten Ausländer (in der Regel weniger als die Hälfte) ein, und außerdem wird ein ausländischer Kommissar zur Vertretung der Interessen der Obligationsinhaber bestellt, dessen Befugnisse sehr weitgehen würden, wenn es einmal nicht gelingen würde, die (für die ersten drei Jahre ermäßigten) Zins- und Tilgungssummen zugunsten des Reparationskontos aufzubringen. Die deutschen Eisenbahnen haben damit aufgehört, allein im Dienste der deutschen Wirtschaft zu stehen. Sie haben in erster Linie ihre Reparationslasten aufzubringen und stehen dabei auch unter ausländischen Einflüssen. Diesen Verlust an Selbständigkeit darf man nicht verkennen, auch wenn man die Hoffnung hegen kann, daß die neue Struktur der Reichsbahn ihrer wirtschaftlichen Arbeit und ihrer Arbeit im Dienste der Wirtschaft nicht hinderlich zu sein braucht.

Den *Industriebetrieben* wird eine dinglich gesicherte *Belastung von 5 Milliarden Mark* auferlegt. Die Obligationen, die die industriellen Betriebe mit 17.1 pCt. ihres Betriebsvermögens belasten, sind im ersten Jahre unverzinslich, im zweiten Jahre mit 2½ pCt., im dritten Jahre mit 5 pCt. zu verzinsen und vom vierten Jahre ab mit 5 pCt. zu verzinsen

und mit 1 pCt. zu tilgen. Die innere Umlage dieser Last, die sich auch auf Bank-, Handels- und Verkehrsunternehmungen mitverteilt, geht über eine in Berlin errichtete Bank für Industrieobligationen, die ihrerseits Industriebonds für den alliierten Treuhänder auszufertigen hat, soweit nicht für die größten Betriebe die Ausgabe von Einzelobligationen vorgeschrieben ist.

Eine Reihe von *Reichseinnahmen,* nämlich die Zölle, sowie die Abgaben auf Alkohol, Tabak, Bier und Zucker, werden als *besondere Pfänder* für die Reparationszahlungen unter ausländische Kontrolle gestellt.

Man sieht, es sind mancherlei Neugestaltungen, mancherlei Einbußen an Bewegungsfreiheit und viele Lasten, die der Dawes-Plan für die deutsche Wirtschaft festgelegt hat. Aber trotz alledem glauben wir, daß er die Bahn freigemacht hat für friedliche Wiederaufbauarbeit. Denn Wirtschaftseinheit und Währungssicherheit waren nun einmal die ersten Lebensnotwendigkeiten, die unsere Wirtschaft nach zehn Jahren Kriegs- und Inflationszerstörung brauchte.

Die Reparationsanleihe

Die Finanzierung des ersten Moratoriumsjahres nach dem Dawesplan hatte in der Hauptsache durch die Aufnahme einer Auslandsanleihe von 800 Millionen Mark zu erfolgen. Sie wurde unter Vermittlung der Bank von England mit einem internationalen Bankenkonsortium unter Führung von Morgan in New York im Oktober abgeschlossen. Die Anleihe, die mit 7 pCt. Zinsen zu 92 pCt. zur Zeichnung aufgelegt wurde (eine reichliche Bankprovision von 5 pCt. ging von diesem Kurse noch ab), bot dem Publikum gewiß Anlagereize; der *große Erfolg,* den die Zeichnungen besonders

in New York und London, aber auch in anderen Ländern hatten, war aber doch in erster Linie als ein Urteil der internationalen Finanz- und Sparerwelt über den Dawesplan als Grundlage der europäischen Beruhigung und der deutschen Konsolidierung zu werten. Neben Amerika, das 110 Millionen Dollar, und England, das 12 Millionen Pfundsterling übernahm, waren Frankreich, Holland, Belgien, Italien, die Schweiz und Schweden an der Uebernahme beteiligt. Ein Finanzgeschäft von diesem Umfange und dieser Internationalität hatte die Welt nach dem Kriege noch nicht erlebt. Die praktische Bedeutung, die darin lag, daß mit der Anleihedurchführung das System des Dawesplanes zu funktionieren begann und daß der Deutschen Reichsbank der Ertrag in Devisen und, soweit sie es wünschte, in Gold zufloß, wurde übertroffen von der moralischen Bedeutung dieser Anleihe. Das Mißtrauen gegen die politische Sicherheit und die wirtschaftliche Tragkraft Deutschlands, das lange Zeit das Ausland hemmte, in größerem Umfange Kredite an deutsche Unternehmungen und öffentliche Körperschaften zu gewähren, verringerte sich erheblich nach der Anleiheemission. Sie wirkte wie eine Demonstration der internationalen Hochfinanz. Amerikas Desinteressement an der friedlichen Entwicklung in Europa war endgültig aufgegeben durch die Uebernahme dieser Anleihe. So folgte diesem Kinde der Politik in den letzten zwei Monaten ein *breiter Strom von privaten Auslandskrediten,* von denen später zu reden sein wird.

Zehn Jahre lang hat in Europa die Politik mit verheerendem Erfolg gegen die Wirtschaft gewütet. 1924 hat endlich die internationale Politik einen Anlauf genommen, um auch der deutschen Wirtschaft wieder den Weg zum Aufbau zu ebnen. Mehr als ein Anlauf ist es noch nicht; die Repa-

rationsanleihe war das Zeichen für das Erreichen der ersten Etappe. Wieweit die bisherigen Wirkungen der politischen Veränderungen schon im deutschen Wirtschaftsleben fühlbar sind, das werden wir zu untersuchen haben, wenn wir uns nun dem Verlauf der *Wirtschaftskrise* zuwenden, die als Reflex der Währungsgesundung das vergangene Jahr gekennzeichnet hat.

Der Ablauf der Wirtschaftskrise

Krisen sind alle heftigen Störungen des wirtschaftlichen Gleichgewichts zunächst ohne Rücksicht auf ihre Ursachen. Nach der Ursache unterscheidet man erfahrungsgemäß jene Krisen, die als Tiefpunkte der Konjunkturkurve gleichsam normale, ständig wiederkehrende Erscheinungen im Ablauf der wirtschaftlichen Wellenbewegung sind, die ihrerseits untrennbar von der modernen kapitalistischen Wirtschaftsordnung zu sein scheint, und jene Krisen, die als Folge einmaliger umwälzender Ereignisse, sei es auf dem Gebiete der Politik oder der Technik, der Geld- oder Finanzwirtschaft, in Erscheinung treten, weil sich die Anpassung der Wirtschaft an diese Umwälzungen nicht ohne Erschütterungen vollzieht. Es liegt auf der Hand, daß diese gedankliche Scheidung nach den Ursachen in der Wirklichkeit nicht ausschließt, daß die „normale" und die „spezielle" Krise sich zu einer ineinandergreifenden Einheit verschmelzen. Ganz besonders wird dies der Fall sein, wenn als spezieller Krisengrund Mißwirtschaft im Geldwesen oder ihre Abstellung angenommen wird, weil dann ja diese Erscheinung schon vor der Krise, d. h. bei ansteigender Kurve, ein entscheidender Faktor der Konjunkturbildung gewesen ist. Es handelt sich deshalb für uns nicht darum, die Wirtschaftskrise des Jahres

1924 in die eine oder die andere Kategorie einzureihen, sondern wir weisen auf die Unterscheidung nur deshalb hin, weil es für das Verständnis des Ablaufs dieser Wirtschaftskrise notwendig sein wird, nicht nur die *typischen* Störungen im Produktions- und Umlaufsprozeß, die jeden Konjunkturumschlag begleiten, festzustellen, sondern auch ihr Maß, die Besonderheiten ihres Verlaufs und der Nebenerscheinungen aus dem *einmaligen wirtschaftsgeschichtlichen Erlebnis* zu erklären, das die Grundlage dieses Abschnittes der Konjunkturbewegung bildet.

Das deutsche Wirtschaftsleben hatte in den Jahren der wachsenden Inflation, im großen Durchschnitt betrachtet — um eine verallgemeinernde Mittellinie, bei der die stets vorhandenen Abweichungen im einzelnen bewußt vernachlässigt werden, handelt es sich immer, wenn man von der Konjunktur einer ganzen Volkswirtschaft spricht — die Merkmale einer aufsteigenden Konjunkturkurve: hoher Beschäftigungsgrad, Ausdehnung der Produktion, lebhaftes Börsengeschäft usw. Daß sich hinter den Symptomen dieser Hochkonjunktur in Wirklichkeit nur eine Scheinblüte verbarg, wurde in der Analyse des Wirtschaftsjahres 1923 eingehend begründet. Damals aber war auch bereits festzustellen, daß schon, als die Inflation sich im Herbst 1923 überschlug, und noch mehr, als der Stabilisierungsprozeß im letzten Monat sich durchsetzte, die Krise ausbrach. Absatzstockung und Arbeitslosigkeit in riesigem Umfang, Depression an der Börse, Abbau bei den Banken, das war die Situation, mit der das Jahr 1924 begann, und es fehlte eigentlich nur noch eine ernste Häufung der Zusammenbrüche von Unternehmungen, um das Krisenbild zu vervollständigen. Diese Krise beim völligen Zusammenbruch der alten Währung und beim Uebergang zur Stabilität war nicht überraschend; sie

bestätigte nur, was die Erfahrung in anderen Ländern und die Theorie längst gelehrt hatte, nämlich daß der Weg von der korrumpierten Inflationswirtschaft zur Gesundung oder auch nur zum Beginn des Genesungsprozesses durch eine schwere Krise führen werde. Ueberraschend war es vielmehr, daß diese Krise sich in den ersten Monaten des Jahres 1924 nicht weiter entwickelte. Es hielten sich nicht nur die Konkurse weiter in engem Rahmen, sondern es trat vor allen Dingen eine scharfe Besserung am Arbeitsmarkt *vom Januar bis zum April* ein, und auch die Preise, besonders die für die Konjunktur charakteristischen, zeigten, obwohl ihre vorherige Senkung noch gar nicht weit gegangen war, wieder steigende Tendenz. Auf der anderen Seite schien die diesen Symptomen widersprechende Verschärfung der Börsenkrise mit Kurssturz, Zahlungsschwierigkeiten von Bankfirmen und zugespitzter Geldverknappung bedingt von den außerhalb der deutschen Wirtschaftskonjunktur liegenden verheerenden Einflüssen der Frankenspekulation, von denen wir schon früher gesprochen haben. Wo die Ursache des Konjunkturanstiegs der ersten Monate 1924, der rückschauend nur als eine kurze Krisenunterbrechung erscheint, zu suchen ist, wissen wir aus unserer Betrachtung der Kreditpolitik der Reichsbank. Wir wissen, daß es die bis hart an den Rand der Gefährdung der Währungsstabilität geführte Liberalität in der Rentenmarkausgabe auf dem Kreditwege war, die jenen kurzfristigen Aufschwung hervorrief, den wir die „Rentenmarkkonjunktur" nennen können.

Der große Sturm

Nachdem auch dieses Feuerchen verraucht war, nachdem auf die allzu weitherzige Kreditgewährung eine um so brutalere, schematisch durchgeführte Kreditrestriktion erfolgte und, wie wir gesehen haben, um der Währung willen jetzt erfolgen mußte, brach nun in den Monaten *Mai bis Juli* die Wirtschaftskrise mit voller Wucht von neuem aus. Sie war gerade durch die künstliche Unterbrechung noch verschärft worden. Eindeutig *zeigten nun alle Meßlinien auf Sturm:* steigende Arbeitslosigkeit und Kurzarbeit, sinkende Preise, schärfste Geldklemme, Vertrauenserschütterung, Häufung von Zusammenbrüchen. Was der Krise nun den Charakter des akuten Krachs verlieh, war vor allen Dingen die Tatsache, daß die *Zahlungsschwierigkeiten,* mochten sie nun direkt zum Konkurse führen, mochten sie in der Geschäftsaufsicht, die zur Massenerscheinung wurde, abgefangen werden oder durch Stützungsaktionen mehr oder minder vor den Augen der Oeffentlichkeit verborgen bleiben, sich nicht nur auf kleine oder aus jüngster Inflationszeit stammende Firmen beschränkten, sondern daß sie auch Großunternehmungen und Firmen mit langer Geschichte ergriffen. Wir wollen nicht an alle Wunden aus jener Zeit, die zum Teil wieder geheilt sind, unnötig rühren, deshalb seien hier nur einige Namen beispielhaft genannt, um es verständlich zu machen, wie sehr das Mißtrauen in die Zahlungsfähigkeit danach lähmend auf das ganze Geschäftsleben wirken mußte. Wenn wir nur daran denken, daß damals aus der Bankwelt die Häuser Schwab, Noelle & Co. in Essen, Gebr. Stern in Dortmund, die Hamburger Handelsbank, die Königsberger Bank und die Sachs, Warschauer & Co. A.-G. in Berlin, aus Industrie und Handel die Stahlwerk Becker A.-G., die Textilindustrie A.-G. in Barmen, die Kupfer- und Messing-

werke A.-G. in Elberfeld, die Eisengroßhandlung L. Weil & Reinhart A.-G. in Mannheim u. a. m. *unter den Schutz der Geschäftsaufsicht* flüchteten (aus der einige wie Gebr. Stern und Weil & Reinhart sich inzwischen wieder herausfanden), so können wir uns in die düstere Stimmung jener Wochen zurückversetzen. Wenn die Häufung der bedeutsamen Zahlungsstockungen in der Bankwelt größer erschien als in der Industrie, im Großhandel und Kleinhandel, so lag das eigentlich nur daran, daß die Natur des Bankgeschäftes die sonderbare Form einer Art *stillschweigenden Moratoriums* nicht zuließ, in der im Warenhandel zwar die Geschäftslust erstickt wurde, die es aber doch verhütete, daß sich jede nicht pünktliche Erfüllung von Verpflichtungen zur Existenzfrage für das Unternehmen verdichtete.

War auf der einen Seite das Mitgerissenwerden großer und angesehener Häuser in den Strudel der Schwierigkeiten eine wesentliche Ursache der allgemeinen Lähmung, so muß doch auf der anderen Seite betont werden, daß die große Masse der Opfer, die am Wege blieben, von den Unternehmungen gestellt wurde, die echte *Inflationsblüten* waren, deren Massensterben als eine unvermeidliche Etappe auf dem Wege der Sanierung, auf dem Wege der Ausmerzung der Hypertrophie der Inflationswirtschaft erscheinen mußte. Man könnte hier viele Spalten mit Namen füllen, aber wir begnügen uns, eine Handvoll als Beispiele herauszugreifen, wobei zu bemerken ist, daß volltönende Firmennamen oft in diametralem Gegensatz zur Bedeutung und zum Alter der Firmen standen.

Wir nennen (unter Angabe des Gründungsjahres) einige Aktiengesellschaften: Aktienzentrale für Freiverkehrswerte A.-G. in Stuttgart (1923), Rhein-Ruhr-Bank A.-G. in Krefeld (1923), Hermesbank A.-G. in Chemnitz (1923), Seifenfabrik J. Gioth A.-G. in Hanau (1921), Deutsche Import und Export

A.-G. in Leipzig (1921), Herkules Allgemeine Versicherungs-A.-G. in Berlin (1922), „Epege“ Textil A.-G. in Pößneck (1923), Chemische Fabrik Möhringen A.-G. (1921), Orienthandels-A.-G. in Berlin (1922), Preysing Bank K.-G. a. A. in München (1923), Berliner Bank A.-G. (1923), Deutsche Destillerie A.-G. in Berlin (1922), Thüringer Getreideindustrie-Kreditbank A.-G. in Weimar (1923), Continental A.-G. für Spedition und Schiffahrt in Frankfurt a. M. (1923), Ritzau-Konzern A.-G. (Versicherungsgruppe) in München (1922), BerlinerTransportversicherungs A.-G. (1920), Phönix Deutsch-Rumänische Mineralöl A.-G. in Frankfurt a. M. (1923), Süddeutsche Versicherungsbank A.-G. in Nürnberg (1920), Industrie- und Gewerbebank A.-G. in Leipzig (1923).

Schon dieser kleine Auszug zeigt, daß sich die Insolvenzen über alle Geschäftszweige und Landesteile verteilten. Die Ausdehnung der Schwierigkeiten zeigt am besten die folgende Tabelle:

Statistik der Konkurse und Geschäftsaufsichten

		Konkurse	1924	Konkurse	Geschäftsaufsichten
Monatsdurchschnitt	1911	729	Januar . . .	31	43 (Januar–April)
„	1912	768	Februar . .	41	
„	1913	811	März	68	
„	1920	110	April	133	
„	1921	248	Mai	322	639
„	1922	83	Juni	579	845
„	1923	21	Juli	1173	599
November	1923	8	August . . .	855	323
Dezember	1923	17	September	817	245
Jahressumme	1914	7739	Oktober . .	520	269
„	1923	253	November	599	196
			Dezember .	572	204
			Jahressumme	5710	2681

Zum Vergleich mit den Monatsdurchschnitten aus der Vorkriegszeit ist daran zu erinnern, daß die zur möglichsten

Konkursverhütung geschaffene Institution der Geschäftsaufsicht erst seit dem Kriege besteht. Als sich im Mai/Juni die Krise zuspitzte, begann diese ursprüngliche Wohltat zur Plage zu werden. Jeder zahlungsunwillige Schuldner konnte sich ihrer bedienen und dem Gläubiger die Möglichkeit der Exekution nehmen. Das aber hemmte den notwendigen Regenerierungsprozeß, bei dem der Zahlungsstockung der Zwangsverkauf, dem Zwangsverkauf die Preissenkung folgen muß. Zur Abhilfe wurde im Juni eine *Reform der Geschäftsaufsicht* erlassen, durch die die Vorbedingungen erschwert, die Dauer befristet und vor allen Dingen der Veröffentlichungszwang (rückwirkend ab 1. Mai) eingeführt wurde. Rechnen wir Konkurse und Geschäftsaufsichten zusammen, so sehen wir in den Monaten vom Mai bis Oktober — mit stärkstem Ausschlag im Juli — Zahlen, die weit über den hohen Monatsdurchschnitt von 1913 hinausgehen. Dabei ist allerdings auf der einen Seite die angeschwollene Zahl der Unternehmungen zu berücksichtigen, auf der anderen aber auch die Tatsache, daß zahlreiche Geschäfte auch ohne Konkurs und Geschäftsaufsicht still liquidiert worden sind, so daß jedenfalls der Ausmerzungsprozeß einen bedeutenden Umfang angenommen hat.

Noch einer unerfreulichen Erscheinung, die zur Vergiftung der Atmosphäre beitrug, muß hier kurz gedacht werden, gerade weil sie in hohem Maße auch als eine Auswirkung der Sittenverwilderung in der Inflationszeit anzusprechen ist. Wir meinen die Häufung der Fälle, in denen sich ein mehr oder minder fraudulöser *Mißbrauch der Macht von Direktoren*, insbesondere von Generaldirektoren von Aktiengesellschaften, gegenüber den ihnen anvertrauten Unternehmungen zeigte. Die Finanzierungs- und Geschäftsgepflogenheiten der Inflationsjahre haben alle Kontrollen

gelockert, sie haben in vielen Köpfen die reinliche Scheidung zwischen Eigeninteresse und Gesellschaftsinteresse verwischt und eine ungesunde Art von finanziellem Selbstherrschertum erzeugt, das, nachdem der alles zudeckende Schleier der Inflation fortgezogen war, in die „Generaldirektorendämmerung" als Bestandteil des großen Reinigungsprozesses der Wirtschaft ausmünden mußte. Die Vorgänge bei der Baer & Stein A.-G., beim Stahlwerk Becker und bei der Ludwig Ganz A.-G. seien als typische, aber nicht als einzige Fälle dieser Art genannt.

Beruhigung durch Kapitaleinfuhr

Boten die Monate Mai bis August ein Wirtschaftsbild von tiefstem Schwarz, hatte in ihnen die Konjunktur ihren Tiefpunkt erreicht, so setzten *von Mitte August ab* leise *Besserungszeichen* ein, die sich in den letzten zwei Monaten des Jahres deutlicher akzentuierten, wenn es auch falsch wäre, von dem letzten Drittel des Jahres viel mehr zu sagen, als daß die akute Krise in eine gemilderte, aber noch keineswegs überwundene Depression auslief. Der Anstoß zur Besserung kam von der Politik. Der Verlauf der Londoner Konferenzen, die Annahme des Dawesplanes, die Wiederherstellung der Wirtschaftseinheit, schließlich der Erfolg der Reparationsanleihe und der nicht unbedeutende Zustrom an Auslandskapital wurden Quellen der Beruhigung und der Geschäftsbelebung. Bei den *Kapitaleinfuhren,* von denen größere Einzeltransaktionen im Umfange von insgesamt etwa 200 Millionen Dollar bekannt geworden sind, deren Gesamtsumme man demnach — ohne bestimmte Anhaltspunkte zu haben — auf etwa das Doppelte, das heißt also auf etwa 1.5 Milliarden Mark schätzen könnte, ist zu berücksichtigen,

daß ihre Menge jedenfalls zunächst über den Bedarf an fremden Zahlungsmitteln zur Deckung des Einfuhrüberschusses hinausgeht. Die hereingenommenen Devisen fließen deshalb teilweise, wie wir schon früher gesehen haben, zur Reichsbank. Diese gibt den Einlieferern dafür Markbeträge, und es entsteht so zunächst eine Vermehrung der Kaufkraft ohne gleichzeitige Vermehrung der Wareneinfuhr. Das muß konjunkturbelebend, preissteigernd wirken. Dabei ist aber nach Art und Umfang diese Wirkung nicht einer Inflation gleichzusetzen, denn Rückzahlungs- und Verzinsungsverpflichtungen treiben automatisch dazu, die Auslandskredite in Steigerung der Warenerzeugung oder der Wareneinfuhr umzusetzen, und zur Bezahlung der letzteren stehen die Devisenvorräte der Reichsbank gegen Markzahlungen bereit. Abweichungen von diesem Normalprozeß durch falsche, das heißt in irgendeiner Weise konsumtive Verwendung der Kredite sind natürlich möglich. Sie bergen eine Gefahr für die ruhige Entwicklung der Wirtschaft in sich, der nach Möglichkeit zu begegnen die *Aufnahme von Auslandskrediten durch öffentliche Körperschaften* einer Genehmigungspflicht unterworfen worden ist.

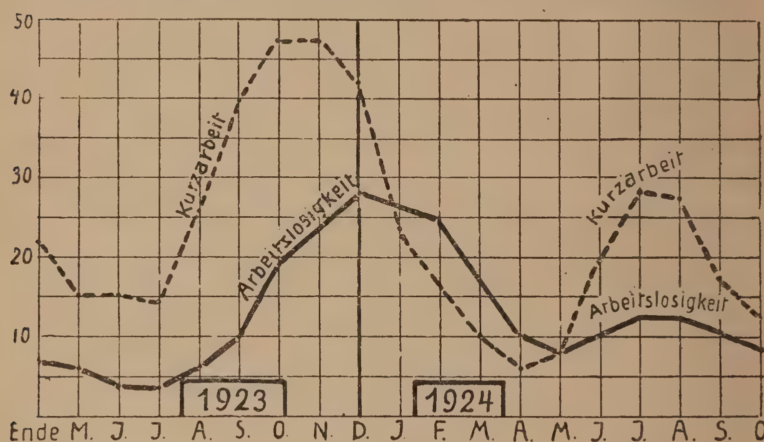
Wir haben nun eine Generalübersicht über den Verlauf der Konjunkturkurve, die in diesem Jahre einen Krisenablauf zum Inhalt hatte, gegeben. Wenn wir jetzt, teils zum Beweise der Richtigkeit der Schilderung, teils zur feineren Ausmalung des groblinigen Bildes, die *Einzelgebiete*, auf denen sich der Wirtschaftsablauf statistisch beobachten läßt, betrachten, so werden wir auch noch bessere Einblicke gewinnen in den Charakter dieser von der Währungsgesundung ausgegangenen Krise als den großen, noch keineswegs abgeschlossenen Reinigungsprozeß der deutschen Wirtschaft nach vielen Jahren der falschen Schaltung.

Arbeitsmarkt und Berufsumschichtung

Eine brauchbare Statistik der Gesamtzahl der Arbeitslosen und Kurzarbeiter fehlt leider. So müssen wir uns mit der Betrachtung der die Bewegung zweifellos am besten widerspiegelnden Kurve der Arbeitslosen und Kurzarbeiter in Prozenten der Mitglieder der Fachverbände begnügen. Sie zeigt das folgende Bild:



Arbeitslosigkeit und Kurzarbeit in den Fachverbänden



Für Ende November zeigen nach den uns bisher vorliegenden Teilzahlen beide Linien eine weitere Senkung d. h. Besserung des Beschäftigungsgrades. Im wesentlichen entspricht das Auf und Ab dieser Kurven dem Konjunkturverlauf, den wir kennen gelernt haben. Auffallend ist nur, daß im Gegensatz zur Konkursstatistik und zu den allgemeinen Beobachtungen in den schwersten Krisenmonaten Mai bis August diese Kurven nicht entfernt den Katastrophengrad von Oktober 1923 bis Januar 1924 erreichen. Das hat eine Reihe von Gründen: erstens sind die Wintermonate aus *Gründen der Jahreszeit* stets eine Periode zu-

nehmender Arbeitslosigkeit, während die Sommermonate, die in unserem Bild eine Zunahme zeigen, normalerweise eine Periode abnehmender Arbeitslosigkeit sind; zweitens stand bei Ausbruch der Krise im Herbst das *rheinisch-westfälische Industriegebiet* noch unter dem vollen Druck des eben erst beendeten Ruhrkampfes, während im Laufe des Jahres 1924 auch schon in der Periode der Micumverträge sich eine Normalisierung der Verhältnisse in diesem wichtigen Bezirk durchsetzte; drittens fehlen in dieser Statistik der Fachverbände die *Bergarbeiter*, die im Sommerhalbjahr 1924 ein besonders stark vergrößertes Kontingent von Arbeitslosen stellten infolge der zum ersten Male nach dem Kriege aufgetretenen Absatzstockung für Kohlen; viertens endlich — und damit kommen wir zu einem für die Durchleuchtung unserer Wirtschaftslage besonders wichtigen Punkt — fehlte es beim ersten Ausbruch der Krise des Währungszusammenbruchs noch vollkommen an den *mildernden Wirkungen*, die im weiteren Verlauf der Stabilisierungskrise von der Tatsache ausgingen, daß es auch eine *Anzahl von Gewerben* gab, für die die Stabilisierung eine *ausgesprochene Besserung des Beschäftigungsgrades* mit sich brachte. Der Beschäftigungsgrad eines Gewerbes hängt stets von dem Bedarf und der Zahlungskraft seiner Abnehmer ab. Der stärkste Wandel zum besseren hat sich nun nach der Stabilisierung in den Finanzen der *öffentlichen Körperschaften* und der *öffentlichen Unternehmungen vollzogen*, die dem *Verkehr*, der *Licht-* und der *Kraftversorgung* dienen. Diese Unternehmungen, die in der Inflationsperiode besonders heftig unter dem Schwund ihrer Einnahmen litten, waren jetzt auf Grund ihrer monopolistischen Stellung, die es ihnen gestattete, nur sehr zögernd die hochgeschraubten Tarife abzubauen, in kurzer Zeit sehr zahlungsfähig. Es gab Monate, in denen sie allein in der Lage waren, nicht nur

prompt ihre Lieferanten zu bezahlen, sondern sogar Anzahlungen zu leisten. Andererseits hatten aber gerade diese Unternehmungen nach Jahren der äußersten Einschränkung dringlichen Bedarf an Neuanschaffungen und Reparaturen. So kam es, daß auch in der schlimmsten Krisenzeit ihre Lieferanten z. B. im Gasmaschinenbau, im Motorenbau, in der Elektrizitätsausrüstung voll beschäftigt waren und höchstens durch starke eigene Illiquidität manchmal an der durch den Auftragsbestand möglichen Ausdehnung gehindert wurden. Aehnliche Erscheinungen waren im Bau wissenschaftlicher Instrumente zu beobachten, dem das wenn auch noch bescheidene, so doch in scharfem Kontrast zu den vorangegangenen Jahren stehende Wiederaufleben der Kaufkraft gewisser akademischer Kreise zugute kam. Auch ist hier die gute Konjunktur aller irgendwie im Dienste der Propaganda stehenden Unternehmungen, d. h. in erster Linie des Zeitungs- und Druckereigewerbes zu erwähnen, die den Nutzen davon hatten, daß nun, nachdem einige Jahre hindurch die Käufer den Verkäufern nachgelaufen waren, jetzt im Zeichen der Absatzkrise die Verkäufer wieder danach streben mußten, durch Reklame um die Käufer zu werben. Diese Konjunktur hat sich dann natürlich auf Lieferanten, z. B. Schriftgießerei und Druckmaschinenbau, fortgepflanzt. Man könnte es als einen Vorgang ausgleichender Gerechtigkeit würdigen, daß es gerade solche Berufszweige, die in der Inflationszeit einen besonders schweren Stand hatten, waren, die nun in der Stabilisierungskrise auf der Lichtseite standen. Viel mehr kommt es uns aber hier darauf an, in Erinnerung an das, was wir oben über die grobe Durchschnittslinie der Konjunkturkurve sagten, einen Einblick in die ganze Buntheit der wirtschaftlichen Wirklichkeit getan zu haben und zu sehen, daß die gleiche

Besonderheit, die diese Krise als Ausläufer der Inflation im ganzen verschärft hat, an einzelnen Stellen auch gerade entgegengesetzte Hemmungen hervorgerufen hat.

Zu diesen direkt aus der Stabilisierung abzuleitenden mildernden Momenten kamen noch einige hinzu aus *technischen Fortschritten,* die neue Arbeitsmöglichkeiten schufen. Wir denken hier z. B. an den jüngsten Zweig der Elektrizitätsindustrie, die *Radioindustrie,* die zwar in sich schon eine Krise infolge einer Gründungshypertrophie durchmachen mußte, aus der aber schließlich doch ein erweitertes Arbeitsfeld für Produktion und Handel hervorgegangen ist. Auch die Fortschritte der Leichtmetallindustrie, die vor allen Dingen im Dienste des Ausbaus der *Luftverkehrsmittel* steht, sind hier zu erwähnen, ebenso wie etwa der fortschreitende Uebergang der Seeschiffahrt zum *Motorschiffbau.* (Die *Flettnerschen* Erfindungen sind vorläufig erst in ihrer wirtschaftlichen Tragweite noch nicht übersehbare Hinweise auf die Zukunft.) Auch die überraschenden Ausdehnungen der *Erdölfunde* im Gebiet von Celle-Nienhagen, die eine förmliche Hochflut von Bohrungen zur Folge hatten, waren natürlich Quellen der Arbeitsvermehrung unabhängig von der allgemeinen Konjunkturkurve. Aus der chemischen Industrie dringt von den Neuerrungenschaften verhältnismäßig wenig in die Oeffentlichkeit, doch können wir die praktische Erprobung des *Germanin* (Bayer 205), des für die Kolonialwirtschaft hochbedeutsamen Mittels zur Bekämpfung der Schlafkrankheit, und die jüngst gemeldeten Erfolge in der Erzeugung eines neuen Betriebsstoffes für Motoren, die auf dem Wege der wichtigen Fortschritte im Prozeß zur Verflüssigung der Kohle liegen, immerhin erwähnen.

Nachdem uns die Gedankenkette von der Arbeitsmarktkurve zu einem kleinen erholsamen Abstecher auf die Licht-

seite geführt hat, müssen wir allerdings im Fortgang der Analyse ins tiefe Schattenreich zurückkehren. Wir haben darauf hinzuweisen, daß in unserer Statistik der Fachverbände eine in dieser Krise besonders schwerwiegende Seite der Arbeitslosigkeit gar nicht hinreichend zum Ausdruck kommt, das ist die Not der *Beamten* und der *Angestellten*. Was sich auf diesem Gebiete abgespielt hat und noch abspielt, geht weit über eine normale Krisenerscheinung hinaus. Es ist ein riesenhafter, notwendiger, aber ungeheuer *schmerzhafter Prozeß der Berufsumschichtung*, der eine reine Folge der auf ungesunde Gruppierung von Arbeitskräften hinauslaufenden Aufblähungen der Inflationszeit ist. Am krassesten ist der Abbauprozeß bei den Staatsbeamten und bei den Bankangestellten gewesen. Die Zahl der abgebauten Beamten aus öffentlichem Dienst einschließlich der Angestellten und Arbeiter aus den Betrieben wird mit etwa 600 000 keinesfalls zu hoch geschätzt sein. Ein erheblicher Teil von ihnen mußte nach neuen Arbeitsmöglichkeiten suchen. Die Zahl der gegenüber dem Höchststand von 1923 im Bank- und Kreditgewerbe entlassenen Angestellten beiderlei Geschlechts wird man mit 200 000 eher unter- als überschätzen. Und trotz dieser Massenentlassungen ist die Besetzung dieser Berufsgruppe noch weit über dem Vorkriegsstande. Wo sind diese freigesetzten Kräfte untergekommen? Nun, ein Teil gehört noch zu den Arbeitslosen, ein Teil besonders weiblicher und älterer Angestellter konnte oder mußte vielleicht ganz aus dem Heer der Erwerbstätigen ausscheiden. Der Hauptteil wird von anderen, hauptsächlich kaufmännischen, Arbeitsstätten aufgenommen sein. Die schon erwähnte Tatsache, daß der Verkäufer wieder den Käufer suchen muß, hat im Warenhandel manche Kräfte angezogen. Der *Geschäftsreisende*, der fast verschwunden war, ist wiedererstanden, der *Propagandist* fand neue Arbeits-

möglichkeiten. Viele der Abgebauten — neben dem Bankgewerbe haben ja auch der Handel und die Industrie ihren Stab stark vermindern müssen und das Personal der zusammengebrochenen Firmen ist restlos freigesetzt worden — schwimmen aber noch in Uebergangspositionen herum. Ein ganzes Heer von oft recht kläglich sich durchhungernden *Provisionsreisenden*, namentlich für Markenartikel, ist entstanden, andere versuchen als *Agenten* sich eine Selbständigkeit zu schaffen. Eine allerdings nur kleine Schar von Bankangestellten versuchte sich trotz der Depression an der *Börse* eine Existenz zu verschaffen, wodurch es sich erklärt, daß die Verringerung in der Zahl der Börsenbesucher viel weniger weit gegangen ist, als es der ungeheuren Zusammenschrumpfung des Börsengeschäftes entsprechen würde. Ein annähernd richtiges Bild dürften die folgenden Zahlen für Berlin und Frankfurt a. M. geben, obwohl wir keine volle Gewähr für die Gleichmäßigkeit ihrer Ermittlung haben.

Zahl der Börsenbesucher

	Berlin			Frankfurt a. M.		
	1913	Ende 1923	Ende 1924	1913	Ende 1923	Ende 1924
Insgesamt	5457	6323	5231	712	1688	1660
Davon Chefs[1])	1900	2561	2680[3])	460	599	556[5])
Angestellte[2])	1500	3762	2551[4])	252	1089	1104[6])

[1]) Bankiers, Bankdirektoren und Makler. [2]) einschl. Prokuristen. [3]) Davon 1623 Fondsbörse, 703 Produktenbörse, 178 Produktenbörse Abt. Frühmarkt, 176 Metallbörse. [4]) Davon 2096 Fondsbörse, 350 Produktenbörse, 105 Metallbörse. [5]) Davon 145 ohne Handelsberechtigung. [6]) Davon 617 ohne Handelsberechtigung für technische Verrichtungen.

Man sieht in Berlin eine nicht allzu starke, in Frankfurt a. M. fast gar keine Verminderung der Besucherzahl und an beiden Plätzen trotz der Verringerung der Umsätze viel höhere Zahlen als 1913. Im Verhältnis zu dem großen Umschichtungsprozeß handelt es sich hier ja nur um kleine Zahlen, aber sie scheinen uns typisch insofern, als die bisher vollzogenen Umschichtungen hier wie auf anderen Gebieten vielfach erst Provisorien sind, die darauf hindeuten, daß noch vieles Hin- und Herschieben vonnöten sein wird, ehe die Verteilung der Arbeitskräfte in Anpassung an die wirtschaftlichen Umstellungen einigermaßen ausbalanciert sein wird.

Sind Arbeitslose, Abgebaute und Kurzarbeiter die unmittelbaren Leidtragenden der Krise — Massenelend wirkt dann wieder als Verringerung der Kaufkraft auf den Absatz zurück —, so haben doch auch die Vollbeschäftigten unter einer schlechten Arbeitsmarktlage zu leiden. Besonders war das bei Beginn der Stabilisierungskrise der Fall, als die neuen in Goldmark ausgedrückten *Löhne* und *Gehälter* normiert wurden. Zu dem Druck der großen Arbeitslosenheere kam die völlige Erschöpfung der Gewerkschaften nach der Inflation. Die Unternehmer aber suchten die Ueberwindung der Krise in der Richtung des geringsten Widerstandes, im Lohndruck. Der gleichzeitig aus staatsfinanziellen Gründen in den Uebergangsmonaten erzwungene Druck auf die Beamtengehälter kam erleichternd hinzu. So erlebten wir es, daß manche Löhne, noch vielmehr aber Angestelltengehälter (in vielen Fällen bei gleichzeitiger Arbeitszeitverlängerung) auch nominal erheblich hinter den Friedenseinkommen zurückblieben, ganz abgesehen von der Erhöhung der Lebenshaltungskosten, die den Reallohn noch stärker herabdrückte. In dem *übermäßigen Druck* auf die Löhne und Gehälter, die

sich im Laufe des Jahres etwas, aber keineswegs überall in ausreichendem Maße gebessert haben, sehen wir durch die daraus folgende Untergrabung des inneren Marktes ein *krisenverschärfendes Moment.* Denn nur ein aufnahmefähiger innerer Markt gestattet im allgemeinen, die Produktion auf einem hinreichenden Umfange zu halten, der auch die Voraussetzung für Konkurrenzkraft im Export ist.

Um den Preisabbau

Vom Abbau der Preise ist im Jahre 1924 fast ununterbrochen *geredet* worden. Das ist ganz natürlich, erstens weil zu Beginn der Stabilisierung, beim allgemeinen Uebergang zur Goldmarkrechnung, die deutschen Preise ruckartig über das Niveau der Auslandspreise gesprungen waren, was jede Exportmöglichkeit unterbinden mußte, zweitens aber auch, weil ja für die meisten Gewerbe der größte Teil des Jahres im Zeichen der Absatzkrise stand und es schließlich eine sehr elementare Weisheit ist, daß man zur Belebung des Absatzes am besten durch Senkung der Preise kommt. Schließlich mußte auch der scharfe Druck der Löhne und Gehälter aus sozialen Gesichtspunkten den Ruf nach dem Preisabbau verstärken, damit dem gedrückten Nominallohn nicht ein noch stärker reduzierter Reallohn gegenüberstehe. Die vielen Mahnungen — aus der Kriegs- und Inflationszeit spukt immer noch stärker, als es mit einer nüchternen Erkenntnis der wahren Triebkräfte in der kapitalistischen Wirtschaft vereinbar ist, die Vorstellung herum, als ob die Preishöhe wesentlich von der Bravheit der Verkäufer abhänge — verdichteten sich im Herbst sogar zu einer „Aktion“ der Regierung, die durch Herabsetzung der Frachten, Steuerermäßigungen und in sonder-

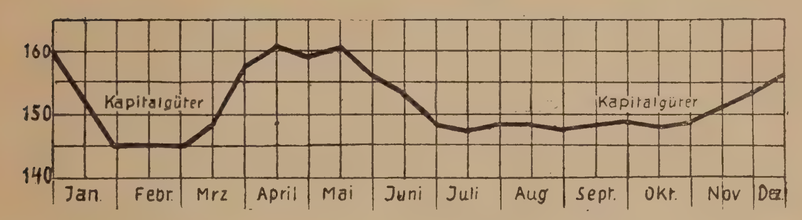
barer Verkennung aller wirklichen Zusammenhänge durch Erweiterung des Kreditkontingentes der Reichsbank die Preise bändigen wollte. Wenn die Herabsetzung von Frachten und Steuern immerhin Unkostenverringerung bedeutet, die Preisherabsetzungen erleichtern *kann*, ohne daß sie allerdings zu Preissenkungen führen *muß* (denn sofern der höhere Preis am Markte erzielbar ist, sind auch Erhöhungen der Gewinnquoten nicht unbeliebt), so stellt die Krediterleichterung eine direkte Verminderung des Anreizes, Warenvorräte schnell zum Verkauf zu bringen, dar, d. h. sie ist geeignet, einer Tendenz zur Preissenkung entgegenzuwirken. Der Erfolg dieser Regierungsaktion, bei der übrigens alle drei Maßnahmen an sich wirtschaftlich richtig und begrüßenswert waren, auf die Preise, auf die man es abgesehen hatte, entsprach denn auch ganz der Klarheit der Erkenntnisse, auf der sie aufgebaut war, d. h. die Preise zogen an. Das Jahr 1924 ist für die Veranschaulichung der Zusammenhänge zwischen Kreditmarkt und Warenpreisen sehr geeignet: trotz aller Ermahnungen und Aktionen gab es nämlich nur eine Periode der wirklich erheblichen Preissenkung: sie dauerte von Ende April bis Mitte Juli, d. h. die Zeit der scharfen Kreditrestriktionen. Sehen wir uns nun zunächst einmal die Bewegung des Großhandelsindex im abgelaufenen Jahre an:

Gesamtindex für 100 Waren

Mitte Juli 1914	100	15. April 1924	146.56	28. Aug. 1924	132.49
3. Jan. 1924	149.10	1. Mai „	146.31	18. Sept. „	134.27
17. Jan. „	138.88	15. Mai „	143.21	2. Okt. „	138.45
31. Jan. „	136.89	30. Mai „	138.17	16. Okt. „	139.33
14. Febr. „	138.71	12. Juni „	136.58	30. Okt. „	138.45
28. Febr. „	141.80	3. Juli „	129.71	13. Nov. „	139.93
13. März „	143.57	17. Juli „	128.52	4. Dez. „	140.80
3. April „	144.57	31. Juli „	130.83	18. Dez. „	143.56
		14. Aug. „	131.09	31. Dez. „	145.03

Wir sehen, die Wellenlinie dieser Gesamtindexzahl ist recht gemäßigt. Wohl sehen wir auch hier den Spiegel der Rentenmarkkonjunktur im Anstieg, die Senkung in der eigentlichen Krisenzeit und den Wiederanstieg seit der Besserung im Herbst. Aber wenn wir den Gesamtindex in seine Gruppen auflösen, dann sehen wir gleich, wie wesentlich er beeinflußt ist von den Bewegungen der *Getreidepreise*, die besonders nach Aufhebung des Ausfuhrverbotes entscheidend von Weltmarktvorgängen im Zusammenhang mit Ernteschätzungen und -erträgen abhängig waren, d. h. also von Momenten, die mit dem Konjunkturverlauf nicht oder mindestens nur sehr mittelbar zusammenhängen. Ein Spezialindex der Kapitalgüter*), d. h. solcher verarbeiteter Produkte, die von den Unternehmungen als Produktionsmittel gekauft werden, läßt den Konjunkturverlauf klarer erkennen, wie das folgende Bild zeigt.

Der Index der Kapitalgüterpreise



Hier sehen wir, daß der Anstieg bis in die letzten Wochen doch noch mäßig geblieben ist, mit anderen Worten, daß die unzweifelhafte Besserung noch kaum aus der Sphäre der Depression herausgeführt hat. Nun ist aber weiter bei der Beurteilung der jüngsten Aufwärtsbewegung der Preise

---

*) Vgl. über die Berechnungsmethoden die Arbeiten in Heft I bis IV Jahrg. 1924 der „Wirtschaftskurve".

und ihrer Rückwirkung auf die deutsche Konkurrenzfähigkeit im Export zu berücksichtigen, daß wir besonders in Amerika (mit dessen Wirtschaft wir jetzt durch die Goldwährung enger verknüpft sind), aber auch in England und anderen Ländern zum Teil erheblich anziehende Preise und eine deutliche Konjunkturbelebung zu verzeichnen haben. Daraus folgt, daß die deutschen Preissteigerungen der letzten Zeit nicht gleichbedeutend sind mit einer Verschlechterung der *Relation* der deutschen Preise *zu den Auslandspreisen*, in vielen Fällen dürfte es sogar eher umgekehrt sein. Gegenüber dem Anfang des Jahres 1924 bleibt unser deutscher Großhandelsindex um vier Punkte am Ende des Jahres zurück, während in der gleichen Periode die englischen Indices um etwa fünf bis zehn Punkte gestiegen sind. Es würde über den Rahmen dieser Arbeit hinausgehen, die Preisbewegung und die Relation zu den Auslandspreisen auf den einzelnen Gebieten des Warenmarktes zu verfolgen, auf denen sie sehr verschieden liegen. Wir begnügen uns, darauf hinzuweisen, daß überall, wo der Absatz keine volle Ausnutzung der Produktionsanlagen gestattet oder nicht die Produktion in dem Umfange, der die rationellsten Arbeitsverfahren ermöglicht, die möglichste Preissenkung nicht ein moralisches, sondern ein rein geschäftliches Gebot ist. Seine Befolgung auch unter Opferung eingebürgerter Gewinnquoten wird allein die Voraussetzung für dauernde Rentabilität bieten. Daß man die Senkung der Unkosten dabei vor allen Dingen auf Gebieten suchen muß, die nicht wie der Lohndruck den inneren Markt verengen, d. h. also in der Rationalisierung von Technik und Vertrieb, sollte mehr Beachtung finden, als es bisher in vielen Unternehmerkreisen üblich ist.

Die Bilanz des Außenhandels

Obwohl der Wert unserer Außenhandelstatistik immer noch sehr problematisch ist — erst in jüngster Zeit ist ja die westliche Zollverwaltung wieder in deutsche Hände übergegangen —, wollen wir es doch nicht verabsäumen, einen kurzen Blick auf die Bewegung der Handelsbilanz, die ja in engem Zusammenhang mit Preis- und Konjunkturgestaltung steht, zu werfen.

Die Entwicklung der Handelsbilanz

	Einfuhr (in Millionen Goldmark)	Ausfuhr	Einf.-Ueberschuß (−) Ausf.-Ueberschuß (+)
Januar	568,16	431,02	— 137,14
Februar	718,59	466,20	— 252,39
März	695,15	456,56	— 238,59
April	803,16	481,95	— 321,21
Mai	870,19	516,22	— 353,97
Juni	753,12	475,25	— 277,87
Juli	556,24	573,36	+ 17,12
August	448,22	589,39	+ 141,17
September	623,42	564,06	— 59,36
Oktober	855,61	611,85	— 243,76
Zehn Monate	6891,86	5165,86	— 1726,00

Man wird zunächst fragen, wie der Einfuhrüberschuß von etwa 2 Milliarden Mark gedeckt worden ist. Zum Teil, in der ersten Jahreshälfte besonders, durch bestehende *Auslandsguthaben*, die Devisenreserven aus der Inflationszeit, die allerdings auch zum Ausgleich anderer Passivposten der Zahlungsbilanz (Frankenverluste!) herhalten mußten, zum andern Teil durch Kredite, durch *Kapitaleinfuhr*, die in den letzten Monaten über den Einfuhrbedarf hinausging und zur

Bildung von neuen Devisenreserven, insbesondere bei der Reichsbank, führte. Wir haben also bei passiver Handelsbilanz eine geborgt-aktive Zahlungsbilanz. Das ist für die Gegenwart an sich nichts Beunruhigendes, sondern nur der Ausdruck derjenigen Verarmung durch Krieg und der Immobilisierung der deutschen Wirtschaft durch die Inflationsperiode, die uns eben vom Kapitalausfuhrland zum Kapitaleinfuhrland gemacht hat und die den Ruf nach Auslandskrediten erzeugt hat, die wir ja gar nicht brauchen könnten, wenn nicht um den Einfuhrüberschuß zu finanzieren. Als Uebergangsstadium ist also die Aktivierung der Zahlungsbilanz bei passiver Handelsbilanz durch Pump zu begrüßen. Zur wirklichen Sanierung der Wirtschaft kommt es aber natürlich darauf an, einen Zustand anzustreben, bei dem wir entweder eine aktive Handelsbilanz haben oder bei dem wir einen Passivsaldo der Handelsbilanz, wie es vor dem Kriege war, aus anderen Einnahmen für Dienste oder Kapitalanlagen decken können. Denn Anleihen, in welcher Form sie auch erscheinen mögen, haben den Nachteil, daß sie manchmal zurückgezahlt, bestimmt aber verzinst werden müssen, was dann bedeutet, daß ein Teil des deutschen Sozialproduktes nicht dem Inlandsverbrauch und der Verbesserung des inländischen Produktionsapparates dient, sondern den ausländischen Gläubigern zufließt. Da nun die Aktivierung der Zahlungsbilanz durch Dienste an das Ausland eng begrenzte, wenn auch allmählich (Schiffahrt!, internationale Bankdienste!) wieder auflebende Möglichkeiten hat und an ausgleichende Kapitalanlagen im Auslande auf absehbare Zeit in erheblichem Umfange nicht zu denken ist, so ist es einleuchtend, daß wir den Ausgleich der Handelsbilanz aus sich selbst (von dem Druck der Reparationen zum Exportüberschuß sei hier ganz abgesehen)

anstreben müssen, das heißt, die Auslandskredite sind nur dann auf die Dauer gesund, wenn die jetzige Einfuhrerleichterung der Vorbereitung einer *Steigerung der Exportkraft* dient. So wenig an sich Ausfuhrüberschuß und Blüte einer Volkswirtschaft identisch sind, so unzweifelhaft ist es, daß der Weg zur Gesundung der deutschen Volkswirtschaft über den Ausfuhrüberschuß wird führen müssen. Dieser Gesichtspunkt sollte ganz besonders bei der *Neuordnung unserer Handelspolitik* gebührend beachtet werden; er bedingt Schutz der Fertigindustrien, die die Ausfuhrindustrien sind, vor schädigender Vorbelastung durch Zölle auf Rohstoffe oder Halbzeug.

Betrachten wir nach diesen allgemeineren Bemerkungen die Außenhandelszahlen noch kurz unter dem Gesichtspunkt des Konjunkturreflexes. Die Krise spiegelt sich in dem scharfen Rückgang der Einfuhr in den Monaten Juli/August, die bei gleichzeitig dank der Preissenkung steigender Ausfuhr vorübergehenden Ausfuhrüberschuß ergaben. Mit der Belebung und den Auslandskrediten steigt die Einfuhr wieder schnell, aber auch die Ausfuhrkurve geht weiter leicht nach oben, was wohl ein Beleg für unsere bei der Preisbetrachtung aufgestellte These ist, daß sich die Relation der deutschen Preise zu den Auslandspreisen mindestens nicht verschlechtert hat, trotz der Aufwärtsbewegung des Index.

Der Geldmarkt und die Zinsanomalien

Die Verhältnisse am Geldmarkt oder richtiger gesagt an den verschiedenen Kreditmärkten sind recht eigentlich das Gebiet, auf dem sich die Besonderheiten unserer Stabilisierungskrise scharf ausgeprägt haben. Hier können wir mit dem Erfahrungsschema: steigende Zinssätze bei Besserung

der Konjunktur, höchste Zinssätze beim Umschlag, beim Ausbruch der Krise, fallende Zinssätze im Verlauf der Krise, Anziehen der Zinssätze bei Besserungszeichen, sehr wenig anfangen. Es wimmelt hier so von Anomalien, daß die Betrachtung der Zinsentwicklung in diesem Jahre nur sehr begrenzt der Konjunkturanalyse dienen kann, während sie allerdings dem Gesamtbild der Wirtschaft eine sehr charakteristische Farbe beifügt. Rein äußerlich kommt das Abnorme schon darin zum Ausdruck, daß der Diskontsatz der Reichsbank aus unserer Betrachtung hier auszuschalten ist, er blieb außer jeder Verbindung zu den heftigen Schwankungen der freien Zinssätze. Willkürlich wurde er auf 10 pCt. das ganze Jahr gehalten, die Kreditpolitik der Reichsbank bediente sich des Zinsinstrumentes überhaupt nicht, sie ging, wie wir gesehen haben, ganz andere, wohl kaum bessere, aber immerhin für das Hauptziel der Währungssicherung erfolgreiche Wege.

In der letzten Inflationsperiode waren die, auf das Jahr berechnet, in die Tausende von Prozenten gehenden Zinssätze für Tagesgeld und Monatsgeld nichts anderes als ein meist unzulänglich gebliebenes Ersatzmittel für die Valorisierung von Papiermarkkrediten. Die erste Uebergangsperiode zur Stabilisierung stand im Zeichen der Nachwirkungen der Entwertungsfurcht. Noch im Januar haben wir für tägliches Geld einen Durchschnittssatz von 44,1 pCt. an der Frankfurter Börse zu verzeichnen, und für Monatsgeld zahlte man in der ersten Januarwoche noch 300, in der letzten Januarwoche 36 pCt. im Durchschnitt. Das sind der absoluten Höhe wie den Schwankungen nach Ausdrücke völliger Funktionsstörungen des Geldmarktes. Dazu kamen große Verschiedenheiten für valorisierte und unvalorisierte, Rentenmark- und Papiermarkkredite und für Valutakredite.

Sachwert- und Devisenflucht hatten die flüssigen Mittel der Volkswirtschaft, die die Basis der Kreditgewährungen bilden, fast ganz verzehrt. Der Februar brachte einige Beruhigung und Erleichterung durch die reichliche Rentenmarkversorgung, Monatsgeld sank bis auf 24 pCt. Mit der Geschäftsbelebung und wohl von den beginnenden Frankenschwierigkeiten beeinflußt, kam im März der Umschlag, bis zum Höhepunkt der Vertrauenskrise. Anfang Mai erlebten wir eine bei stabiler Währung unerhörte Steigerung der Zinssätze; doch lassen wir zunächst einmal eine Zahlenreihe sprechen:

Zinssätze für Monatsgeld unter Großfirmen an der Frankfurter Börse

(nach Berechnungen der „Wirtschaftskurve“)

Durchschnitt in der Dekade		in Prozenten pro Jahr	Durchschnitt in der Dekade		in Prozenten pro Jahr
März	I	26,4	August	I	15
	II	30		II	12,3
	III	36		III	12,8
April	I	44	Septbr.	I	12,6
	II	48		II	12,8
	III	60,7		III	13,9
Mai	I	66,6	Oktbr.	I	12,6
	II	42		II	11,8
	III	28,2		III	11,6
Juni	I	34,8	Novbr.	I	12,1
	II	33,7		II	11,2
	III	24,4		III	12,4
Juli	I	22,8	Dezbr.	I	11,9
	II	16,8		II	11,1
	III	16,7		III	11,05

Die Krisenzuspitzung tritt hier klar zutage, aber der Prozeß der Zinssenkung geht auch in der Zeit der Wiederbelebung weiter. Das erklärt sich aus der im Verhältnis zum Ausland ganz abnormen absoluten Höhe der Zinssätze, die erreicht wurden, und daraus, daß ja gerade die letzte Belebung stark mit Auslandskrediten, d. h. mit der *Anbahnung* ausgleichender Kommunikationen zwischen den deutschen und den ausländischen Kreditmärkten in Zusammenhang stand. Waren doch dauernd auch in Deutschland *Dollar und Pfunde viel billiger zu leihen als Mark*, was zum Teil mit den Nachwirkungen der Inflationspsychologie, die eine Trennung von den Devisen hemmte, zum Teil mit den bis zum November fortbestehenden behördlichen Hemmungen für einen Rückerwerb von Devisen zusammenhing. Wenn in den letzten Wochen der Abbau der Zinsen, der Angleichungsprozeß keine wesentlichen Fortschritte mehr gemacht hat, obwohl die Spannung immer noch recht erheblich ist, so ist das wohl eine Folge der Gegenwirkungen, die von der Geschäftsbelebung, insbesondere von der Belebung der Börsenumsätze ausgehen. Daß wir uns auf dem Wege der Rückbildung zum Normalen auch auf den Kreditmärkten befinden — das, wenn auch noch recht schwache Wiederaufleben eines *Privatdiskontmarktes* ist hier zu erwähnen —, ist unverkennbar, aber ebenso deutlich ist es, daß auf diesem Gebiete der Sanierungsprozeß noch in vollem Gange ist.

Neben der Zinsentwicklung, teilweise sie beeinflussend, ist als besonderes Kennzeichen die *Verschiebung der Quellen* des Geldmarktes zu nennen. Die normalen Sammelbecken der Banken und Sparkassen waren zu Beginn des Jahres ganz ausgeleert, erst recht langsam beginnen sie sich wieder zu füllen, aber bisher noch mehr aus vergrößerten Kassenbeständen als aus echten Spargeldern. Dagegen spielten die

öffentlichen Kassen, besonders die der großen Reichsbetriebe, zeitweise die entscheidende Rolle für den Geldmarkt. Bei der Verwendung dieser Kräfte fehlte es nicht an mancherlei Mißständen. Merkwürdige und nicht gesunde Formen des Geldkettenhandels entwickelten sich, „Beziehungen" spielten bei der Geldverteilung manchmal eine wenig erbauliche Rolle. (Der Fall *Kutisker-Seehandlung* beschäftigt gerade jetzt die Gerichte.) Wir müssen uns hier mit knappen Hinweisen begnügen und wollen nur noch hinzufügen, daß, je größer die Anomalien auf einem Wirtschaftsgebiet sind, desto besser die Gewinnchancen für findige Köpfe sind. Es ist deshalb auch kein Zufall, daß die wenigen Sieger, die den vielenBesiegten in der Stabilisierungszeit gegenüberstehen — repräsentativ für sie ist *Jakob Michael* — ihr Hauptarbeitsfeld im Geldgeschäft suchten und fanden. Es bedeutet keinen Vorwurf gegen geschickte Nutznießer der Situation, wenn wir feststellen, daß in einer wirklich gesunden Volkswirtschaft *produktive* Leistungen die wesentlichen Quellen der Reichtumsmehrung sind, und solange die rein *spekulativen* Leistungen noch die Führung gewähren, sind es noch Krankheit oder Krankheitsnachwirkungen, die der Zeit das Gepräge verleihen.

Die ernüchterte Börse

Die Effektenbörse war in dem Hyper-Inflationsjahr 1923 eine Zentralsonne für alle Schichten der Bevölkerung geworden. Vom Großindustriellen und Großhändler, die der Kurszettel-Magnet oft von ihren eigentlichen produktiven Arbeiten ablenkte, bis zum kleinsten Beamten und bis zu vielen Arbeitern, die Hausfrauen und ihre Dienstmädchen nicht zu vergessen, kreisten aller Gedanken um Gewinn-

chancen und Werterhaltung durch Teilnahme am Börsengeschäft. Es ist unzweifelhaft ein Zeichen der Gesundung, daß diesem Taumel die *Ernüchterung* folgte. Sicherlich die berufsmäßigen Teilnehmer am Börsengeschäft, die vorher viel beneidete „Insider" waren, gerieten durch den Ernüchterungsprozeß zum großen Teil in einen sehr schweren Existenzkampf, um so mehr, als sich die Zahl derjenigen, die von dem nun so klein gewordenen Kuchen mitessen wollten, wie wir im Abschnitt über den Arbeitsmarkt gezeigt haben, sich nur wenig verminderte. Das dringende Bedürfnis, die Spesen zu verdienen, schuf dauernd eine Kulisse, die jede Spekulationsanregung mit Freuden aufgriff. Die Gelegenheit bot sich dank der dauernden Ungewißheit und der Stimmungsschwankungen über die Aufwertungsfrage, namentlich am Anleihemarkt. Aber diese Geschäfte blieben doch vorwiegend im engen Kreis der Börse selber. Die belebende Verbindung mit weiteren Kreisen des Publikums, die doch erst der Börse ihren Daseinszweck gibt, fehlte. Wenn der Abbau des übermäßigen Börsenglanzes unzweifelhaft zum Sanierungsprozeß gehörte, so ist andererseits die Tatsache, daß die Börse ihre wichtigste volkswirtschaftliche Funktion, das Instrument zur Placierung neuer Effekten, zur Befriedigung von Kapitalbedarf der Unternehmungen und öffentlichen Körperschaften zu sein, noch nicht wieder gewonnen hat, ein Zeichen dafür, daß die Krankheitserscheinungen der deutschen Volkswirtschaft noch nicht der Vergangenheit angehören. Die Neubildung von Sparkapital, das über die Börse der Effektenanlage zugeführt wird, ist noch so langsam, die Reize, flüssige Mittel lieber kurzfristig gegen hohe Zinsen zu verleihen, sind noch so stark, daß die Unternehmungen, die Kapitalbedarf haben, soweit sich ihnen Möglichkeiten dazu bieten, den *Anschluß an ausländische*

Märkte, an fremde Börsen zur Effektenplacierung suchen (Aktienbegebung der Deutschen Bank nach Amerika, der Gesellschaft für elektrische Unternehmungen an ein internationales Konsortium, der Metallbank-Vorzugsaktien an ein englisches Konsortium, Pfandbriefabsatz und Stadtanleihevorschüsse in Amerika u. a. m.). Wie weit die Annahme verbreitet ist, daß es sich bei dem Mangel an Aufnahmekraft des deutschen Effektenmarktes um eine Erscheinung von langer Dauer handeln werde, zeigten sehr deutlich die Diskussionen, die um *Reformen des Aktienrechts* geführt wurden. Sie zielten im wesentlichen darauf hin, neue Typen von Wertpapieren zu ermöglichen, die in Anlehnung an amerikanisch-englische Vorbilder für die Auslandsmärkte reizvoll sein sollen. Unabhängig von dieser noch nicht abgeschlossenen juristischen Diskussion sind denn auch in einigen Fällen, in denen die rechtliche Konstruktion durch das Vorhandensein von Verwertungsaktien erleichtert wurde, die in Aktien umwandelbaren Obligationen (convertible bonds, Harpener Bergbau A.-G., Basalt A.-G.) auf der Bildfläche erschienen, aber vorläufig fern von der Börse.

Sehen wir hier einen Teil der Börsenfunktion ins Ausland streben, so können andererseits natürlich auch die deutschen Börsen als Vermittlungsstellen der Kapitaleinfuhr fungieren, wenn nämlich das Ausland sich in größerem Umfang — bis zu einem gewissen Grade war es ja schon der Fall — an dem Geschäft auch in den alten deutschen Effekten zu beteiligen beginnt. Das kann vielleicht eintreten, wenn die Grundlagen der Bewertung erst wieder einmal übersichtlicher geworden sind, wenn auf Grund von Dividenden nach der Goldumstellung die in der Inflationszeit verstorbenen Rentabilitätsberechnungen wieder aufleben. So hängt also die Zukunft der Börse ab von dem Tempo der

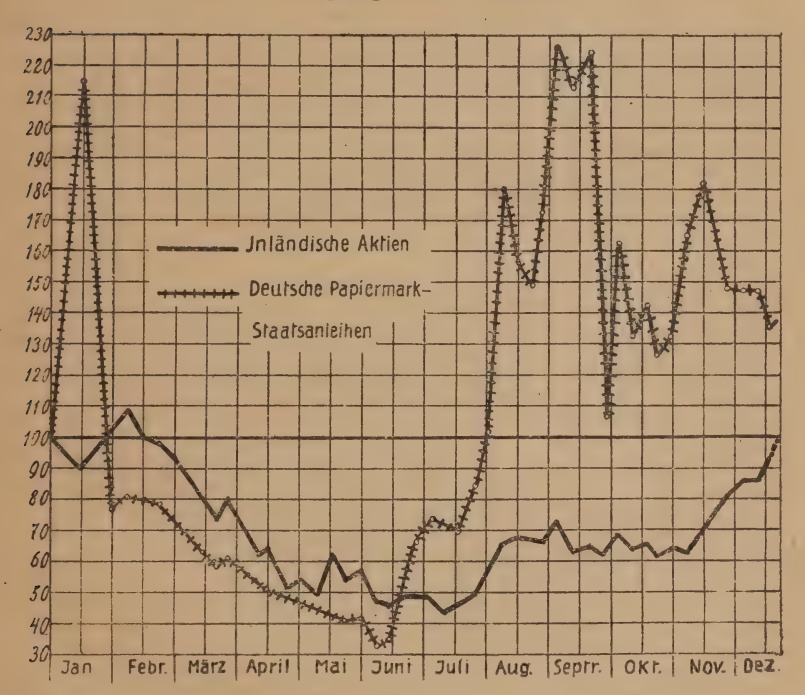
inneren Kapitalbildung und der damit zusammenhängenden Normalisierung der Geldmarktverhältnisse auf der einen Seite, von dem Umfang der Auslandsinteressen für die deutschen Börsen auf der anderen Seite. In beiden Richtungen ist die Spekulation, d. h. die Möglichkeit schnellen Kaufens oder Verkaufens zur Ausnützung auch kleiner Gewinnmargen, ein Attraktionsmittel. Dieses Hilfsmittel war durch eine aus der Inflationszeit, in der man nicht rechnete, überkommene *übermäßige Belastung* der Börsenumsätze *durch Steuer und Provisionen* zu Beginn des Jahres 1924 ganz unterbunden. Die Herabsetzung im April und im November (der Stempel ist gegen Anfang des Jahres immerhin von 33 auf 6 Promille, die Provision von 20 auf 6 Promille ermäßigt worden, die Maklergebühr blieb mit 1½ Promille noch unverändert) hat einige Besserung gebracht, aber wenn man bedenkt, daß auch heute noch die Spesen eines Aktienkaufs mehr als sechsmal so hoch sind als 1914 und viel höher als an den Auslandsbörsen, so wird man eine Fortsetzung des Steuer- und Spesenabbaus als dringend anerkennen.

Werfen wir nun einen Blick auf die *Kursbewegung*. Das folgende Bild zeigt die Kurven unseres Index für Aktien und für alte Markanleihen seit Jahresbeginn.

Im Vergleich mit anderen, früher betrachteten Konjunkturkurven fällt an der Bewegung des Aktienindex auf, daß sie schon von Mitte Februar ab scharf abwärts geht. Das lag zum Teil daran, daß man gerade in dieser Zeit der noch nicht gesicherten Stabilität der Währung den Mangel an flüssigen Mitteln lieber durch Aktien- als durch Devisenverkäufe zu beheben trachtete, zum Teil aber auch daran, daß besonders aus dem Auslande deutsche Werte verkauft wurden, um Mittel freizustellen für Käufe an der Pariser

Börse, an der man mit dem Frankensturz auch eine spätere Inflationshausse für Aktien nach berühmten Mustern erwartete. Als dann Mitte März der verlustreiche Umschwung des Franken einsetzte, begannen zur Deckung der Verluste an den deutschen Börsen freiwillige und Zwangsverkäufe,

Die Bewegung des Börsenindex



die sich weiter ausdehnten, als vom April ab mit den Kreditrestriktionen auch die Kalamitäten in Industrie und Handel begannen. Verschärft wurde der Druck auf die deutschen Börsen zeitweise sehr durch Entlastungen Wiener Kreise, die durch Frankenverluste, Wiener Börsenkrise mit Bank-

krach (Depositenbank) so arg mitgenommen waren, daß selbst manche der größten Koryphäen der Inflationszeit, deren Interessen sich auch auf Deutschland erstreckten, Castiglioni an der Spitze, in Bedrängnis gerieten. Erst nachdem im *Juli* der Aktienindex bis *auf 43.9 pCt. des Standes vom Anfang des Jahres* (dieser Stand lag aber schon etwa 30 pCt. unter dem Höchstpunkt Anfang November 1923) gesunken war, begann allmählich mit der politischen Beruhigung und später gefördert durch die Konjunkturbesserung und die Gelderleichterung durch Auslandskredite der Wiederanstieg der Aktienkurve. Wenn die Indexlinie allerdings zum Jahresschluß fast genau auf das Ausgangsniveau zurückführt, so vermögen wir den Zweifel nicht zu unterdrücken, ob die Beschleunigung der Besserung in den letzten Wochen nicht auf einer unsicheren Grundlage beruht. Die Banken haben durch Terminverkäufe gegen Kredit das ihnen angenehme Feuerchen der Spekulation vielleicht etwas mehr angeblasen, als es der wirklichen Lage entspricht: pourvu que ça dure!

Die ganze Tragweite der Verluste, die besonders das kleine Publikum am Aktienmarkt erlitten hat, kommt übrigens in unserer Indexbewegung nicht zum Ausdruck. Denn sie erfaßt repräsentative erstklassige Werte der verschiedenen Gebiete. Die schlimmsten und meist unwiederbringlichen Kursverluste sind aber an den in diesen Kreis nie einbezogenen *Freiverkehrswerten*, an den reinen Inflationspapieren erlitten worden, von denen nicht nur die Aktien insolvent gewordener Gesellschaften, sondern auch manche andere zu fast völligen Nonvaleurs herabsanken. Sowohl in dieser Verschiedenheit des Druckes der Börsenkrise auf verschiedene Aktiengattungen als auch darin, daß diejenigen, die stark genug waren, in der Krisenperiode ihren Besitz

durchzuhalten oder gar billig zu vergrößern, von Verlusten verschont blieben, zeigt sich das Gesetz, das kapitalistischen Krisen immanent zu sein scheint, nämlich daß die prozentualen Verluste die Kapitalisten im Durchschnitt im umgekehrten Verhältnis zum Grade ihrer Kapitalkraft treffen. Vielleicht war es eine Börse, für die einst die hübsche Inschrift vorgeschlagen wurde: „Einer Kinderstube gleicht dies Haus, die Großen ziehen die Kleinen aus."

Die zweite unserer Kurven, die der Kurse der *Papiermark-Anleihen,* ist vom Standpunkt der Konjunkturbetrachtung belanglos. Sie ist ein reiner Spiegel der Spekulationskurve, die ganz entscheidend vom Auf und Ab der *Aufwertungsdiskussion* abhing. Die Beratungen des Aufwertungsausschusses des Fünfmonate - Reichstages und der folgende Wahlkampf haben sich um die Belebung dieses Geschäftszweiges — Kriegsanleihen werden „kistenweise", d. h. in Posten von 1 Million Mark nominal gehandelt — große Verdienste erworben. Das wird auch noch so weiter gehen, bis das Aufwertungsproblem eine endgültige Klärung erfahren wird.

Die Goldumstellung der Aktiengesellschaften

Für den geistigen Gesundungsprozeß der Börse, im besonderen der Aktienmärkte, d. h. für die *Abwendung von der Alleinherrschaft des Substanzgedankens* und die *Rückkehr zur Prüfung der Ertragsfähigkeit* ist der in vollem Gange befindliche Prozeß der Goldumstellungen der Aktiengesellschaften von größter Bedeutung. Im Gegensatz zum Beginn des Jahres herrschte an seinem Ende wohl grundsätzliche Uebereinstimmung über die Notwendigkeit und Nützlichkeit der Umstellung und Rückkehr zur Goldbilanzierung, die die Selbstbesinnung gefördert und ein

wenig echte Publizität wiederhergestellt hat. Daß die Rechtsformen, in denen sich dieser Uebergang vollzogen hat, viele Mängel und Unsicherheitsfaktoren enthielten, ist nicht zu leugnen. Teils beruhte das auf der Schwierigkeit des zu lösenden Problems, teils auf der überstürzten, der parlamentarischen und öffentlichen Durchberatung entbehrenden Gesetzgebungsart mit Notverordnung und vielen Durchführungsverordnungen, die in Wirklichkeit zu Aus- und Umgestaltungen der Grundverordnungen wurden. Aber auch bei weniger mangelhafter Gesetzestechnik wäre es kaum ausgeblieben, daß dieser Prozeß, der theoretisch der Wahrheit dienen sollte, praktisch zum Tummelplatz von Interessenkämpfen geworden wäre. Wer unser Aktienwesen kennt, und wer nicht irgendwie sich verpflichtet fühlt, es zu idealisieren, der weiß ja, daß sich vielfach unter demokratischem Schein in ihm unendlich viele Spielarten der Interessenherrschaft ausgebildet haben, in denen günstigenfalls das Interesse der Unternehmung den Interessen der Aktionärindividuen vorangestellt wird, im weniger günstigen, aber nicht selteneren Falle die Interessen einzelner Großaktionäre oder Verwaltungsmitglieder auf Kosten der Interessen der anonymen Masse der Aktionäre wahrgenommen werden. Dieser Grunderscheinung gegenüber haben die Schutzbestimmungen der Goldbilanzverordnung einige nützliche Hemmungen geschaffen; allzuweit gingen sie um so weniger, als gerade bei der irregulären Gesetzgebung durch Ministerialverordnungen immer die Sachwalter der großen Interessenten den Weg zum entscheidenden Herrn Geheimrat leichter finden als andere Stimmen. Kompliziert wurde die ganze Sachlage durch die vielfältigen Mißgebilde im Aktienwesen, die in der Inflationszeit herangewachsen sind — Schutzaktien mit mehrfachem Stimmrecht, Verwertungs-

aktien usw. — und die man nun nicht in diesem Zusammenhang mit einem Schlage wieder beseitigen konnte und wollte. Aber auch abgesehen von diesen Interessenkämpfen bei der Umstellung der Kapitalien, wurde die Bilanzierung an sich ein Tummelplatz von Willkürlichkeiten; man bewertete hauptsächlich unter dem Gesichtspunkt der in Zukunft zu erwartenden Rentabilität, ein an sich richtiger Grundsatz, der aber oft dahin überspannt wurde, daß man sich die Dividendenzahlung für die nächsten Jahre allzu bequem machte. Andererseits gab es wohl auch Fälle, in denen man mit Rücksicht auf die Höhe der in Anspruch genommenen Kredite zu Ueberbewertungen neigte. So wäre es auch, abgesehen davon, daß der Prozeß heute noch im Gange ist, kaum möglich, aus dem vorliegenden Zahlenmaterial weitgehende Schlüsse zu ziehen. Durchschnittlich hat die Industrie in ihren Bilanzen im Vergleich zur Vorkriegszeit besser abgeschnitten als die Banken. Unternehmungen, die stark mit Obligationen finanziert waren, haben sich — die geltenden Aufwertungsbestimmungen auf diesem Gebiet als endgültig vorausgesetzt — auf Kosten ihrer Gläubiger bereichert. So willkürlich auch in vieler Beziehung die neuen Eröffnungsbilanzen ausgefallen sind, sie haben den Unternehmungen wieder vernünftige Rechnungsgrundlagen geschaffen, und sie werden besonders nach den Dividendenerklärungen den Anhalt für Aktienbewertungen nach den Ertragsaussichten liefern. Deshalb haben wir sie auch bei illusionsloser Betrachtung als eine wichtige Etappe auf dem Sanierungswege der deutschen Wirtschaft zu würdigen.

Aufwertung und Gesetzgebung

Aus dem schwankenden Sumpf der Inflation herauszukommen und festen Boden für das wirtschaftliche Leben zurückzugewinnen, das war das gemeinsame Ziel des Uebergangs zur neuen Währung, der Goldmarkbilanzierung und vieler anderer Maßnahmen. Auf einem Gebiete ist die Liquidation der Inflationserbschaft bisher mißglückt, auf dem Gebiete der Aufwertung alter Schulden. Die *dritte Steuernotverordnung* vom 14. Februar, auf Grund des Ermächtigungsgesetzes mit Gesetzeskraft erlassen, versuchte in Verbindung mit steuerlichen Maßnahmen, diesen Komplex von Problemen, bei dem die Rechtsprechung allmählich von der Nennwerttheorie (Mark gleich Mark) zu einer gemilderten Kurswerttheorie (Entscheidung im Einzelfall nach Billigkeitserwägungen) übergegangen war, einheitlich zu lösen. Für *private Schuldbeziehungen* wurde eine Aufwertung von 15 pCt. des Goldwertes mit weit hinausgeschobener Zahlungsverpflichtung und erst ab 1925 allmählich beginnender Verzinsung die Grundlage, die vielerlei Variationen für die verschiedenen Gruppen alter Schulden zeigte, wobei auf ohne Vorbehalt erfolgte Tilgungen in der Inflationsperiode nicht weiter zurückgegriffen werden sollte. Für *öffentliche Schulden* sollte die Tilgung zum Nennwert verboten sein, die Frage ihrer Aufwertung selbst aber sollte bis zur Erledigung der Reparationsverpflichtungen vertagt bezw. einer Spezialgesetzgebung vorbehalten bleiben. Die Lösung war grob, wie es unvermeidlich jede Lösung sein mußte, die auf eine Unzahl einzelner Prüfungen zu verzichten trachtete. Sie strotzte von Ungerechtigkeiten, wie es bei der Unmöglichkeit, die jahrelang geduldeten Enteignungswirkungen der Inflation mit einem Schlage wieder gutzumachen, wohl kaum

anders sein konnte. Sie zeigte darüber hinaus viele Mängel, die mit dem Mangel an öffentlicher Diskussion und parlamentarischer Durchberatung, wie sie ein so schwieriges Gesetzgebungswerk erfordert hätte, zusammenhingen. Der Reichstag verweigerte dem Notverordnungswerk der Regierung seine Zustimmung; die Regierung, in der Meinung, daß tiefgreifende Aenderungen die Währungsstabilisierung gefährden würden, löste im März den Reichstag auf. Der neue Reichstag bildete einen Aufwertungsausschuß, der besonders eingehend über Möglichkeiten einer Wiederaufnahme von begrenzten Zinszahlungen für öffentliche Anleihen diskutierte, der aber bis zur neuen Reichstagsauflösung zu Entschlüssen überhaupt nicht gelangte. Inzwischen war die Agitation der Gläubigerschutzverbände immer weiter gediehen, so daß die Aufwertungsversprechungen vor den Dezemberwahlen in der Wahldemagogie eine hervorragende Rolle spielten. Wir wollen hier weder einen Lösungsversuch machen noch die einzelnen Zwischenphasen der Durchführungsverordnungen, ihre Nichtanerkennung durch die Gerichte und ihre Neuverkündung unter Mißbrauch des § 48, des Notstandsparagraphen der Reichsverfassung, verfolgen. Es ist nur zur Kennzeichnung des Uebergangszustandes der deutschen Wirtschaft wichtig, die *Rechtsunsicherheit* zu beleuchten, die eine irreguläre Gesetzgebung erzeugt hat und die nun noch einmal vom alten auf das neue Jahr übertragen werden muß. Das ist an sich nicht erstaunlich, handelt es sich doch hier um das Problem der Wiedergutmachung der schwersten sozialen Härten der Inflationsperiode, bei dem das Herz, das jedem ungerecht Geschädigten brennend gerne helfen möchte, im Kampfe liegt mit dem nüchtern die Möglichkeiten abwägenden Verstande. Der neue Reichstag wird nun aber danach streben müssen, mög-

lichst schnell gesicherte Rechtsgrundlagen zu schaffen. Uns will es scheinen, als ob dabei das Ziel, die *Bahn frei zu machen für neue aufbauende Arbeit*, nicht minder wichtig ist als der Versuch, möglichst viel von den Ungerechtigkeiten der Inflationszeit wieder gut zu machen, zumal da eine volle Befriedigung des Gerechtigkeitsstrebens doch jenseits des praktisch Erreichbaren bleiben wird. Die Spezialfrage der Behandlung der öffentlichen Anleihen, von denen die Kriegsanleihen nach Umfang und Verbreitung in allen Bevölkerungsschichten die wichtigste Rolle spielen, führt uns dazu, einen Blick auf die Entwicklung der Reichsfinanzen im Jahre 1924 zu werfen.

Die Reichsfinanzen

Die Zerrüttung der Reichsfinanzen, im besonderen durch den Ruhrkampf, war die Hauptquelle der Währungszerrüttung. Das Gelingen der Gesundungsaktion hing entscheidend davon ab, daß der Reichshaushalt nach Benutzung der Uebergangsanleihe aus dem Verkehr (Rentenmarkkredit) zum Ausgleich kam. Das ist gelungen. Es bedurfte dazu der Brutalität in der Ausgabenkürzung (Beamtenabbau, Gehaltsminderungen, Einschränkung der Unterstützungsgelder, Nichtbefriedigung von Entschädigungsberechtigten) und in der Eintreibung der Einnahmen (Einkommensteuer nach dem Umsatz ohne Veranlagung, Obligationensteuer auf Kosten der Aufwertung usw.). Daß solche Brutalität, der doch entscheidende Bedeutung für die Stabilisierung zukam, nicht populär machte, konnte man daraus ersehen, daß im letzten Wahlkampf einige Parteien Wert darauf legten, zu betonen, daß der Reichsfinanzminister

Dr. Luther ihnen nicht angehöre. Der ehrliche Beobachter muß gerade ihm aber einen größeren Anteil an dem Gelingen der Stabilisierung zusprechen als manchen, die sich heute um die Vaterschaft der Rentenmark streiten. War im Jahre 1923 die Steigerung der schwebenden Schuld des Reiches die große Fieberkurve, so sehen wir im Verlauf des Jahres 1924 nicht nur Stillstand, sondern Abbau der Schulden:

Reichsschuld

(ohne Papiermarkanleihen und Reparationsanleihe)

	31. Dez. 1923	31. März 1924	31. Juli 1924	31. Okt. 1924
Mill. Reichsmark	2716,1	2680.1	2353,9	2340,1

Das heißt, in dreiviertel Jahren sind über die Deckung der Ausgaben durch die Einnahmen hinaus fast 400 Millionen Reichsmark zur Schuldentilgung verwendet worden. Die Reichseinnahmen gingen über den Voranschlag so weit hinaus, daß in den ersten sieben Monaten des Finanzjahres (April bis Oktober) reichlich 76 v. H. der geschätzten Jahreseinnahmen aufgebracht wurden. Diese sehr günstige Entwicklung der Reichsfinanzen, denen sich eine gleichfalls befriedigende Gestaltung der Länder- und Gemeindefinanzen zugesellt, ist nun freilich erkauft mit einem sehr harten steuerlichen Druck auf die Wirtschaft, der vor allen Dingen wegen der provisorischen Art mancher Steuerbemessungen, die zum Beispiel Einkommensteuerzahlungen trotz Verlust bedingen, sehr hart empfunden wird. Wenn nun mit den *steuerlichen Entlastungen* — die Moratoriumsjahre des Dawesplanes sollen ja der Erleichterung der Ankurbelung der Wirtschaft dienen — durch Abbau von Verkehrssteuern, Umsatzsteuern und vernünftigen Neubau der Einkommensteuer bald ernst gemacht wird — einige Schritte sind ja schon getan —, so dürfte das auf die Reichseinnahmen ent-

sprechend schmälernd wirken. Schafft man aber trotzdem im Rahmen des wirtschaftlich Erträglichen weiter Ueberschüsse, so stehen eine ganze Reihe von sozial gebotenen Forderungen nach Mehrausgaben (Kriegsinvaliden- und Hinterbliebenenversorgung, Entschädigung an Verdrängte und Auslandsdeutsche, für Enteignungen usw.) dem gegenüber. Nach zwei Jahren aber müssen die Reichseinnahmen zur Erfüllung der Reparationsverpflichtungen, die Verkehr und Wirtschaft schon vorher zu belasten beginnen, weiter gesteigert werden.

Wir sehen also erfreuliche Besserung, aber ungeordnete Grundlagen, bedenkliche Belastungen der Wirtschaft und also wahrlich keinen Anlaß zu überschwenglichem Optimismus. Daß man unter diesen Umständen den Zeitpunkt, an die Aufnahme einer selbst geringen Verzinsung der alten Reichsschuld in Gold zu denken, nicht für gekommen hält, muß dem nüchternen Beurteiler der Lage einleuchten. Denn jede Verzinsung erfordert sehr erhebliche Summen, besonders wenn man den Gedanken, Selbstzeichner und spätere Erwerber der Inhaberpapiere, die die Anleihen nun einmal sind, verschieden zu behandeln, für undurchführbar und abwegig, besonders auch dem Auslande gegenüber, betrachtet. Aus diesem Grunde scheint uns immer noch die Verwendung zu erzielender Ueberschüsse nach sozialen Gesichtspunkten, d. h. hier für Beihilfen an verarmte Rentner, für die nächste Zeit der richtige Weg. Die alten Schuldtitel sollen nicht kassiert werden, über ihre Behandlung aber kann erst nach Befreiung von den Reparationslasten entschieden werden. Länder und Kommunen werden eher in der Lage sein, etwas für ihre alten Gläubiger zu tun, doch wird auch da die Frage eines Ausgleichs unter den verschieden Kräftigen ernst zu erwägen sein. Ob der richtige,

die Gegenwartsarbeit vor Ueberlastung zugunsten der Wiederherstellung umgestoßener Besitzverhältnisse schützende Weg gegangen werden wird, steht heute natürlich noch nicht fest. Den Bedürfnissen der Wahldemagogie kommt er wenig entgegen. Deshalb wird auch von dem Streit um die Anleiheaufwertung wohl noch längere Zeit ein Strom der Spekulation weiterwirken. Möge auch auf diesem Gebiet der neue Reichstag unter einem glücklicheren Stern arbeiten als der des Jahres 1924.

Unsere nunmehr zu einer gewissen Abrundung gelangte Uebersicht über die das Wirtschaftsjahr der Währungsgesundung und der Sanierungskrise kennzeichnenden Erscheinungen allgemeiner Art bedarf noch des Ausbaues durch einige notwendig knapp gehaltene Streiflichter auf Spezialgebiete. Der besonderen Gestaltung bei den Banken, in der Industrie und vor allem in der dem Zyklus der Konjunktur nur lose verbundenen Landwirtschaft wollen wir uns nun zuwenden.

Abbau und Aufbau im Bankgewerbe

Manchmal erschien es im abgelaufenen Jahre, als ob die Bankleiter und Bankiers überhaupt nur noch an den Abbau dächten. An dem Tempo, in dem es gelang, den Betrieb zu verkleinern, die Angestelltenzahl zu verringern, maß man gegenseitig die Tüchtigkeit. Diese Paradoxie kennzeichnet am besten die abnorme Lage, in der das Bankgewerbe in die Stabilisierungszeit eintrat. Hier hatte ja die Aufblähung der Inflation ihre Orgien gefeiert, man schätzte die Zahl der Bankbetriebe 1923 auf das Sechs- bis Achtfache von 1913. Einen nicht ganz kleinen Teil dieses Zuwachses hat die Krise von 1924 fortgefegt, aber auch die Zahl der heute noch be-

stehenden Banken und Bankfirmen dürfte über das Bedürfnis der Gesamtwirtschaft und deshalb auch über die Möglichkeiten dauernder gewinnbringender Betätigung hinausgehen. Nur diejenigen, die es verstehen, nicht nur ihren Apparat abzubauen, sondern auch ein neues, den veränderten Verhältnissen angepaßtes Geschäft aufzubauen, indem sie sich auf die Befriedigung spezieller Bedürfnisse einstellen, werden auf die Dauer fortbestehen können. Manche Firma zehrt heute noch vom oft schon stark zusammengeschrumpften Kapital, und sie wird es ganz aufzehren, wenn sie nur auf die Wiederkehr vergangener Zeiten wartet, ohne *mit neuen Ideen Gegenwartsbedürfnissen* der Wirtschaft zu dienen. Daß parallel mit der Verringerung der Firmenzahl auch eine Einziehung von Bankfilialen und vor allen Dingen jener große Prozeß der Abstoßung von hunderttausenden Arbeitskräften ging, den wir schon früher gewürdigt haben, sei hier nur zur Abrundung noch einmal erwähnt.

Was zeigt sich nun gegenüber dem rein quantitativen Abbau an neuen Tendenzen? Bei dem allgemeinen Streben nach Einschränkung war es natürlich, daß der Konzentrationsprozeß alten Stiles, das heißt die Aufsaugung von kleineren Banken und Bankfirmen durch die Großbanken, fast völlig ruhte. Die Fusion der Württembergischen Vereinsbank (die ihrerseits die Rümelin-Bank aufgenommen hatte) mit der Deutschen Bank anläßlich der Goldumstellung war wohl der einzige belangreiche Fall dieser Art. Größere Bedeutung hatte dagegen das *Eindringen* bisher außenstehender *neuer Kräfte* durch Besitzergreifungen in das Bankgewerbe, das meistens mit dem Bedürfnis der Banken nach kapitalkräftiger Unterstützung zusammenhing. Hier sind zu nennen die engere Verbindung des Barmer Bankvereins mit dem Stinneskonzern, die ausschlaggebende Be-

teiligung des Michaelkonzerns an der Deutschen Vereinsbank in Frankfurt a. M., die Erwerbungen der Deutschen Merkurbank A.-G., der Bremer Privatbank, der Allgemeinen Handelsbank A.-G. in Altenburg und der Sannemann A.-G. Bank in Magdeburg durch die Barmat-Gruppe, sodann auf dem Spezialgebiet der Hypothekenbanken der Uebergang der Mehrheit der Preußischen Hypothekenbank an Barmat sowie der Mitteldeutschen Bodencreditbank in Greiz und der Hannoverschen Hypothekenbank an Michael. Inwieweit diese Einflußverschiebungen von dauernder und grundsätzlicher Bedeutung für das deutsche Bankwesen werden können, ist heute noch kaum übersehbar, da die beiden in der Stabilisierungsepoche als Konzernbildner dank ihrer Geldfülle besonders hervorgetretenen Gruppen Michael und Barmat noch keine klare Entwicklungslinie zeigen. Noch haftet ihren Konzernen viel Unorganisches an, und stellenweise ist (bei Barmat) scheinbar der Geldbedarf der aus vorwiegend finanziellen Gründen eingegangenen Verbindungen unterschätzt worden. Vorläufig kann man die Neugruppierungen nur vermerken, um ihre Entwicklung im Auge zu behalten. Als eine Erscheinung von dauerndem Gewicht wird man hingegen die aus der Nachkriegszeit stammende *Ausdehnung der öffentlichen Banken* (Kommunal- und Landesbanken) anzusehen haben. Auch bei ihnen gab es im letzten Jahre nicht wenig zu bereinigen, aber die meisten dieser Institute haben doch den ersten Sturm ausgehalten.

Was nun das *Geschäft* der Banken anbelangt, so galt es vor allen Dingen, die zum Bilanztermin 1923 auf ein Mindestmaß zusammengeschrumpften fremden Gelder wieder zu verstärken. Die Erfolge waren begrenzt, bei den Großbanken kam man auf eine Verdoppelung bis Verdreifachung der Kreditoren im Laufe des Jahres, womit kaum viel mehr als

die Hälfte der Summe von 1913 erreicht sein dürfte. Auf der Aktivseite wirkten, abgesehen von der Kleinheit der Kreditorensumme, besondere Schwierigkeiten der Erhaltung der Liquidität hemmend auf das Kreditgeschäft. Solange man nicht auf die Rediskontierung von Wechseln bei der Reichsbank mit einiger Sicherheit rechnen konnte, barg auch der Ankauf von Wechseln die Gefahr der Illiquidierung in sich, weshalb die Banken verhältnismäßig große Summen dem Tagesgeldmarkt der Börse zuführten, was zeitweise bei schärfster Kreditnot von Industrie und Handel eine Flüssigkeit für tägliches Geld hervorrief. In den Krisenmonaten waren fast alle Debitoren „eingefroren“, was wiederum zur größten, auf Mißtrauen beruhenden Zurückhaltung der Banken in der Krediteinräumung führte. Daß es angesichts des Mangels an flüssigen Betriebsmitteln in Industrie und Handel, der zunächst aus innerer Kapitalbildung nicht befriedigt werden kann, eine besonders wichtige Aufgabe der Banken war, *Auslandskredite zu vermitteln* bezw. deutsche Effekten im Auslande zu placieren, liegt auf der Hand. Mit Orientierungsreisen deutscher Bankleute besonders nach Amerika fing diese Bewegung an, die in den letzten Monaten immerhin schon manche Früchte zeitigte. Natürlich können gerade auf diesem Gebiet fast nur die größten Banken und Bankhäuser, deren Unterschrift internationales Vertrauen genießt, sich mit Erfolg betätigen. Erwähnt sei hier auch die Einstellung der deutschen *Bankfilialen* und Kommanditen in *Holland* auf das Finanzierungsgeschäft für den Ueberseehandel, mit dem sie teilweise in die Funktionen der früheren deutschen Bankfilialen in London eingetreten sind. Gerade im internationalen Geschäft darf man wohl sagen, daß auch der Aufbau im deutschen Bankgewerbe im Jahre 1924 nicht geruht hat.

Stilles Börsengeschäft, ruhendes Emissionsgeschäft, Zwang zur Flüssighaltung großer Summen wegen fehlender Rückdeckung bei der Reichsbank, das waren für die Rentabilität ungünstige Momente, man suchte Ersatz (vielleicht in einem Maße, das dem Wiederaufbau der Geschäfte hinderlich war) in der Aufrechterhaltung einer großen Spannung zwischen Debet- und Kreditzinsen, wodurch gerade erste deutsche Firmen zur direkten Verbindung mit ausländischen Banken oder Bankiers getrieben wurden. Da nun das Kreditgeschäft in engen Grenzen blieb und auch in vielen Fällen Verluste mit sich brachte, wird die *Rentabilität* im Bankgewerbe im Jahre 1924 durchschnittlich schlecht gewesen sein, in vielen Fällen wird man zufrieden sein, wenn die Spesen verdient wurden. Das wird freilich nicht hindern, daß die Aktienbanken die *Dividendenzahlung* aufnehmen werden, denn sie haben bei den ja erst gegen Schluß des Jahres herausgebrachten Goldbilanzen sicherlich schon dem Verlauf dieses Jahres reichlich Rechnung getragen. Da man ohnedies jetzt die Gesamtverluste der Inflationszeit aufdeckte, kam es auf ein bißchen mehr oder weniger nicht an.

Industrielle Neugruppierungen

Mit der Absatzkrise, dem Fortfall des Schutzwalls gegen ausländische Konkurrenz, den der Tiefstand unserer Währung bot, und dem gleichzeitigen Abbau von Einfuhrverboten mußte in der Industrie die Frage der Rationalisierung, der Erhöhung der Konkurrenzfähigkeit durch technische und betriebliche Vervollkommnung in den Vordergrund rücken. An vielen Stellen zeigte sich, daß in der Periode, in der für den Erfolg die Spekulation entscheidend war, deutsche Industrien gegenüber dem Auslande zurückgeblieben waren.

Das Wiedergutmachen derartiger Einbußen ist aber nicht nur eine Frage der Erkenntnis und des technischen Könnens, sondern es erfordert sehr oft auch neue Kapitalaufwendungen. Hier aber berührt sich das Rationalisierungsproblem zum Teil mit der Frage der Kapitalbeschaffung im Auslande, zum Teil mit der Frage der Zusammenfassung der Kräfte im Inlande. Wir haben auch in der Industrie Konzernbildungen erlebt, die rein aus der Zusammenfassung von Interessen eines Geldgebers hervorgegangen sind (vor allen Dingen ist hier der uns schon aus der Bankbetrachtung bekannte, gerade zum Jahresschluß schwer erschütterte Barmat-Konzern: J. Roth A.-G., Berlin-Burger Eisenwerke, Greifwerke A.-G., Walter Kellner-Gruppe (Textil) u. a. m. zu nennen), aber viel bedeutsamer sind doch diejenigen Neugruppierungen, die dem Bedürfnis des Zusammengehens von Unternehmungen in Fabrikation und Vertrieb oder dem Bedürfnis nach Abrundung einer vertikalen Kräftezusammenfassung dienen. Von Fusionen über Interessengemeinschaften bis zu Spezialverträgen auf einzelnen Gebieten begegnen uns hier alle erdenklichen Rechtsformen der Konzentration. Die Zahl der Einzelfälle ist viel zu groß, um hier eine vollständige Uebersicht geben zu können, aber wir wollen doch einige wichtige Ereignisse des Jahres auf diesem Gebiet herausgreifen, die uns kennzeichnend für die Bewegung erscheinen.

Interessengemeinschaft der großen Automobilfabriken Benzwerke in Mannheim und Daimler Motorenwerke in Stuttgart.

Fusion der Meguin A.-G. in Butzbach mit der Bamag (Berlin-Anhaltische Maschinenbau A.-G.).

Uebergang der Mehrheiten des Baroper Walzwerkes (die allerdings die Beherrschung bisher nicht brachte) und der Panzer A.-G. in Berlin an die gegen Ende des Jahres in eine A.-G. umgewandelte Firma Wolf Netter & Jacobi.

Zusammenfassung aller deutschen Schiffahrtslinien nach dem Orient in dem Deutschen Levante- und Orientdienst (Deutsche Levantelinie, Deutsche Orient-Linie, Bremer Atlas-Linie, Argo Dampfschiffahrtsgesellschaft).

Interessengemeinschaft der beiden größten Unternehmungen für die Produktion landwirtschaftlicher Maschinen R. Wolf A.-G., Magdeburg, und Heinrich Lanz, Mannheim.

Uebergang der A.-G. für Automobilbau Berlin (Aga) an den Stinnes-Konzern zwecks Serienfabrikation in Verbindung mit der zum Konzern gehörigen Dinos-Werke A.-G.

Aktienbeteiligung der Badischen Anilin- & Sodafabrik an der Rheinstahl A.-G. Düsseldorf. (Erweiterung der Kohlenbasis.)

Interessengemeinschaft der Textilkonzerne Hammersen A.-G., Osnabrück, und Dierig G. m. b. H., Oberlangenbielau.

Beteiligung des Stinnes-Konzerns an der Franz Rasquin A.-G. Farbenfabrik, Köln, sowie an der Kupfer- und Messingwerke A.-G., Elberfeld.

Neben den inneren Neugruppierungen sind die Gründungen und Erwerbungen hervorzuheben, die der Wiederaufrichtung oder Neuerrichtung von *Auslandsverbindungen* dienten. Wir nennen hier z. B. die Erwerbung der norwegischen Norsk Elektrisk Metal Industrie durch *Beer, Sondheimer & Co.*, den Vertrag der *Farbenfabrik Bayer* in Leverkusen mit der Grasselli Dyestuff Corp. in Cleveland, die Beteiligung der *Fried. Krupp A.-G.* an der Gründung der Union Naval Levante in Barcelona, Errichtung der Lettländischen Industrie A.-G. (Großhandelsgesellschaft) in Riga durch den *Stinnes*konzern.

In all diesen hier nur kurz gestreiften, öffentlich sichtbar werdenden Vorgängen aus der Industrie spiegeln sich die Anstrengungen, die Leistungskraft zu erhöhen, um die Existenz zu behaupten und die notwendige Verstärkung der

Exportkraft zu erzielen. Wie immer, so hat sich auch diesmal die Krise als Zwangserzieher bewährt. Sie hat auf vielen Gebieten die Rationalisierungsarbeiten eingeleitet, die in den Jahren der Inflation gelitten haben, von deren erfolgreicher Fortführung aber in hohem Maße das Schicksal der deutschen Industrie abhängig sein wird.

Kartellentwicklung

Eine Zeit lang schien es, als ob in der Schwerindustrie die Bedeutung der Kartelle zurücktreten würde gegenüber der Konzernbildung, der Tendenz zur Vertrustung. Aber man muß vorsichtig sein und darf nicht gleich in jeder aus einer besonderen Situation erwachsenden Erscheinung eine neue Entwicklungslinie sehen. Jedenfalls hat das Jahr 1924 einen kräftigen Ansatz zu neuer Kartellbildung gerade auf dem Gebiet der Eisenwirtschaft gebracht. Unter Mithilfe des Staates, der die widerstrebenden reinen Zechen durch Verordnung hineinzwang, wurde zunächst das *Ruhrkohlensyndikat* im September mit einer Vertragsdauer von fünf Jahren erneuert. Die Frage der Kohlenhandelsorganisation ist dabei durch ein Kompromiß vorläufig gelöst worden: Zentralisation in den unbestrittenen Absatzgebieten, Zulassung des Vertriebs durch Zechenhandelsgesellschaften in den bestrittenen Gebieten, vor allem in Berlin, Hamburg und Bremen. Das Syndikat ist auch in seiner neuen Form noch wesentlich auf die Zeit eingestellt, in der es nur die Aufgabe einer Verteilungsorganisation hatte, dagegen wird von Fachkennern bezweifelt, ob es den neuen Problemen der jetzt begonnenen Periode der Absatzschwierigkeiten, in der es auf Umorganisierung der Produktion und Werbung ankommen wird, hinreichend gewachsen sein wird. Es fehlt

deshalb nicht an Stimmen, die Umbildungen des Syndikatsvertrages innerhalb seiner Laufzeit für notwendig halten.

Der Erneuerung des Kohlensyndikates folgte bald die Bildung eines neuen *Rohstahlverbandes.* 1919 in einer Zeit leichten Absatzes war der Stahlwerksverband aufgelöst worden; ihm folgte die wenig erfolgreiche Bildung des Eisenwirtschaftsbundes mit gemeinwirtschaftlichem Einschlag, unter dessen Scheinherrschaft der Stahlbund bis 1923 die Festsetzung von Richtpreisen betrieb. Bei Beginn der Absatzschwierigkeiten wurden diese Preise fast allgemein unterboten und dieser letzte Rest an kartellartiger Organisation der Stahlindustrie flog auf. Ein Jahr schwerer Absatznöte hat genügt, um die Stimmung wieder kartellfreundlicher werden zu lassen. Die Rohstahlgemeinschaft kam unter Fritz Thyssens Führung am 1. November zustande; sie umfaßt durch Einbeziehung der Martinwerke die Rohstahlerzeuger vollständiger, als es im Stahlwerksverband der Fall war. Ihr Ziel ist in erster Linie, auf Grund von Beteiligungsziffern eine einheitliche *Anpassung der Produktion* an die Absatzmöglichkeiten vorzunehmen, ohne feste Preisbindung und ohne die Frage der Handelsorganisation zu berühren. Man rechnet damit, daß sich an die Rohstoffgemeinschaft die Neuerrichtung von Unterverbänden für Halbzeug anschließen wird, doch sind die bezüglichen Verhandlungen noch nicht abgeschlossen. Gleichzeitig haben in engem Zusammenhang mit den deutsch-französischen Handelsvertragsverhandlungen die Bestrebungen zur Errichtung einer die lothringisch-luxemburgische Eisenindustrie einschließenden Kartellbildung eingesetzt, und die Phantasie geht darüber hinaus zum europäischen Eisenkartell. Wie viel von den weitgesteckten Zielen sich in der Welt starker Gegensätze verwirklichen wird, bleibt abzuwarten. Jedenfalls

aber sind hier auch schon in der Beschränkung auf Deutschland starke neue Machtgruppierungen im Werden, die um so beachtlicher sind, als die Rohstahlgemeinschaft die für die weiterverarbeitende Industrie und damit für die Exportkraft der deutschen Wirschaft sehr gefährliche Forderung der *Erhöhung des Eisenzolls* auf ihre Fahne geschrieben hat. Wenn sich diesen Mächten gegenüber nicht Gegenkräfte regen, droht eine einseitige Durchsetzung ihrer Interessen, auch wenn sie nicht in Einklang mit denen der Gesamtheit stehen.

Wie sichert sich der Staat den nötigen Einfluß gegenüber Gefahren solcher Machtbildungen, die sogar über die Landesgrenzen hinausstreben? Das wird in der nahen Zukunft ein immer wichtigeres Problem werden. Die neue *Kartellgerichtsbarkeit,* die in ihren ersten Jahren manchem Mißbrauch kleinerer Kartelle wirksam entgegengetreten ist und die wir als Entwicklungsfaktor eines neuen Kartellrechts, dem die Interessen der Gesamtheit nicht fremd sind, wohl zu würdigen wissen, ist gegenüber dem gewichtigen Problem der Herrschaft des Staates über organisierte Privatinteressen, wie es uns besonders in der Schwerindustrie entgegentritt, doch nur ein kleines Mittel, das aber vielleicht einmal zum Ansatzpunkt weiterer Schritte werden kann. Wir sind Freunde einer rationellen Organisation der Wirtschaftskräfte, aber ihre Einordnung in die Interessen der Gemeinwirtschaft muß gewährleistet sein.

Konzentration und Umstellung in der Versicherung

Die Versicherungsgesellschaften gehörten nach der Umstellung des Geschäftes auf Goldmark mit zu den ersten *Sammelbecken von Kapitalien.* Grund genug, um in einer Zeit, in der die geschäftliche Kraft so stark vom bevorzugten Platz an dem knapp gedeckten Tisch des Kapitals abhing,

die Blicke starker Gruppen auf das Versicherungsgewerbe zu lenken. Die Stinnes-Gruppe gewann Einfluß auf den Nordstern-Konzern, J. Michael auf den Germania-Konzern und den Iduna-Konzern, Barmat auf die Allgemeine Garantie-Bank Versicherungs-A.-G. Wir begegnen hier bei parallelem Vorgang auch den gleichen Namen, die wir beim Abschnitt über die Banken als vordringende Kräfte kennen lernten. Der Anreiz, sich auf das Versicherungsgebiet zu begeben, war verstärkt durch die gelockerten Vorschriften für Kapitalanlage und finanzielle Geschäftsgebarung, mit denen die Versicherungsgesellschaften aus der Inflations- in die Stabilisierungszeit übertraten. Daß gerade in der Verquickung des reinen Versicherungsgeschäftes mit Anlageinteressen von außen Gefahren bestehen, ist nicht zweifelhaft, und so ist denn auch die Frage der Wiederherstellung stärkerer Sicherungsvorschriften zur Erörterung gestellt worden. Im übrigen hat, abgesehen von diesen Einflüssen, auch die normale Konzentration, erwachsen aus dem *Anlehnungsbedürfnis* geschwächter Gesellschaften an Großkonzerne, ihren Fortgang genommen. Manche Inflationsblasen sind geplatzt, andererseits gingen die Neugründungen noch weiter. Man hatte sich mit den Aufwertungsfragen herumzuschlagen, man suchte manche neue Brücke zum Ausland, in der Feuerversicherung herrschte ein verlustbringender Prämienkampf, von der Valutaversicherung fand man den Weg zur Goldmark- und Reichsmarkversicherung zurück. Kurz, es herrschte auch und vielleicht besonders in diesem an sich stark wieder auflebenden Wirtschaftszweig viel unruhiges Leben, in dem sich die Fülle der aufgeworfenen und erst teilweise gelösten Probleme, die aus der Währungsgesundung entstanden sind, widerspiegelte. Man wird den Sanierungsprozeß auch hier kaum als abgeschlossen ansehen dürfen.

Die Sonderlinie der Landwirtschaft

Der Grad der Verknüpfung und Wechselwirkung zwischen der Lage der Landwirtschaft und der industriellen Konjunkturkurve ist ein Problem, das in der volkswirtschaftlichen Wissenschaft noch viel zu wenig exakte Erforschung gefunden hat. Wir müssen auf diese Problematik hinweisen, wenn wir am Schluß unseres Weges in aller Kürze einen Blick auf den Verlauf dieses Sanierungsjahres in der deutschen Landwirtschaft werfen wollen. Die Landwirtschaft ist von der Stabilisierungskrise nicht minder scharf getroffen worden als andere Wirtschaftszweige. Aber der *Tiefpunkt* lag bei ihr *früher*. Nehmen wir den Roggenpreis als maßgebend mindestens für die getreideanbauende Landwirtschaft an, so zeigt sich das folgende Bild:

Roggenpreise an der Berliner Produktenbörse

(in Mark per 100 kg)

Datum	Märk. Roggen	Datum	Märk. Roggen
Durchschnittspreis 1911	168.3	2. 6. 1924	131—135
Durchschnittspreis 1912	185.3	16. 6. 1924	126—134
Durchschnittspreis 1913	164.3	1. 7. 1924	127—134
Durchschnittspreis 1914	182.2	15. 7. 1924	145—152
31. 12. 1923	145—147	1. 8. 1924	138—144
15. 1 1924	148—152	15. 8. 1924	140—146
1. 2. 1924	121—123	1. 9. 1924	170—176
15. 2. 1924	130—135	15. 9 1924	201—206
1. 3. 1924	131—137	1. 10. 1924	234—242
15. 3. 1924	133—141	15. 10. 1924	230—237
1. 4. 1924	136—143	1. 11. 1924	194—198
15. 4. 1924	132—139	15. 11. 1924	205—209
1. 5. 1924	127—134	1. 12. 1924	207—211
15. 5. 1924	128—133	15. 12. 1924	215—218

Das heißt: Tiefstand (unter Vorkriegspreis und unter Weltmarktpreis) im Februar, dauernde Depression bis An-

fang Juli, scharfer Anstieg bis zum Oktober, leichte Abschwächung in den letzten Monaten des Jahres. Diese Kurve steht in ausgesprochenem Gegensatz zur industriellen Preis- und Konjunkturkurve, die im Februar-März steigend war, im Juli den Tiefpunkt erreichte und gerade in den letzten Monaten wieder anzog. Erinnern wir uns des Ausgangspunktes: gerade die Bewegung der Getreideernte oder richtiger die Gefahr, sie mit der Papiermark nicht bewegen zu können, war im Herbst 1923 der schärfste Antrieb zum Rentenmarkexperiment. (Aus diesem Antrieb erklärte sich ja der verfehlte ursprüngliche Gedanke Helfferichs der Roggenmark, bei dessen Ausführung wir, wie obige Tabelle zeigt, unsere Währung an einen der am stärksten schwankenden Warenpreise gebunden hätten.) So waren am Ende des Jahres 1923 noch ungewöhnlich große Teile einer guten Ernte unverkauft. Die Landwirte aber, in der Inflationszeit immobilisiert wie nur irgendein Industriezweig, arm an Reserven in fremder Währung, brauchten Geld. Sie drängten zum Verkauf, während die Verbraucher die Vorratswirtschaft aufgegeben hatten, zum Teil von alten Vorräten zehrten und der *Getreidehandel kapitalschwächer* denn je den Verkäufern gegenüberstand. Auslandsventile waren durch Ausfuhrverbot verschlossen. So sank der Getreidepreis 20 bis 30 pCt. unter das Vorkriegsniveau, während die Preise der Industrieprodukte (mit Ausnahme der künstlichen Düngemittel), die der Landwirt brauchte, im Mittel mindestens 40 bis 50 pCt. über dem Vorkriegsniveau standen. Das war die auseinanderklaffende „Schere der Preise". Sie bedrängte den getreidebauenden Landwirt sehr hart. Die Preisentwicklung für Viehprodukte war im ganzen viel günstiger, wenn auch lange nicht so günstig, wie es dem städtischen Verbraucher auf Grund der gewachsenen Spannung zwischen

Erzeuger- und Kleinhandelspreis schien. Die Rentenmarkkredite halfen der Landwirtschaft wohl über schwerste Gefahren hinweg, auf die Getreidepreise aber wirkten sie zunächst nicht ein. Erst um die Mitte des Jahres bewirkte die *zeitweise Aufhebung des Ausfuhrverbotes* im Verein mit einer Verschlechterung der Welternte gegenüber dem Vorjahr um 10 bis 20 pCt. und gleichzeitig wachsendem Weltverbrauch einen Umschwung: der höchste Roggenpreis Anfang Oktober war genau doppelt so hoch wie der niedrigste Anfang Februar! Gleichzeitig waren die Industriepreise gesunken, d. h. die Schere hatte sich annähernd geschlossen, die Lage der Landwirtschaft wesentlich gebessert. Dabei bleibt die Preisgestaltung für Viehprodukte nach wie vor reizvoller als die für Getreide. Der Kapitalbedarf aber hält um so mehr an, als die Landwirtschaft vor der Aufgabe der Steigerung ihrer Produktionskraft durch *Mechanisierung*, Einführung von Maschinen und Traktoren in größtem Umfange steht, nach dem Vorbilde des Auslandes. Wie wird dieser Kapitalbedarf zu decken sein? Man kennt die Bestrebungen zur Erhaltung der Rentenbank als Kreditinstrument für die Landwirtschaft, man kennt die Vereinbarungen der Raiffeisenorganisation mit der Gemeinschaftsgruppe Deutscher Hypothekenbanken für den Wiederaufbau des Hypothekarkredits, deren Erfolg von den Möglichkeiten des Pfandbriefabsatzes in Amerika abhängen wird. Bestünden nicht die Schwierigkeiten in der Kapitalbeschaffung und hätte man nicht mit der dem kapitalistischen Tempo zum Teil sehr fremden Einstellung der Landwirte zu rechnen, man müßte von der Technisierung der Landwirtschaft starke Impulse für die Industriekonjunktur erwarten.

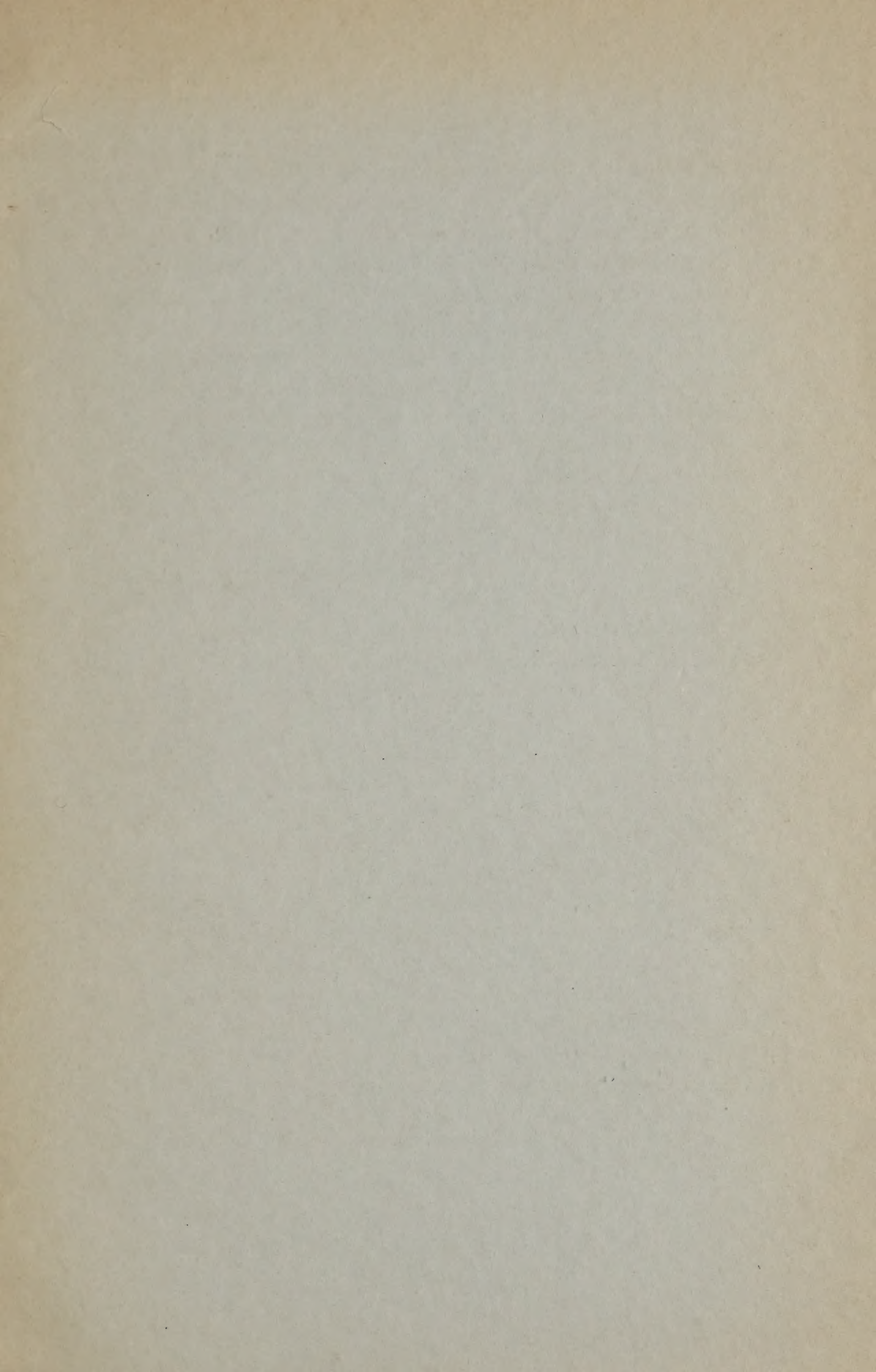
In der Krisenzeit der Landwirtschaft begann die Propaganda für die Wiedereinführung des *Schutzzolls*. Die Ge-

sundung der Preisrelationen ohne Schutzzoll hat dieser Propaganda den Boden entzogen. Die richtige Wertung des Technisierungsprozesses für die nahe Zukunft aber zeigt, daß die Landwirtschaft zollpolitisch vor allen Dingen stark interessiert ist an der Verhütung verteuernder Industriezölle, besonders der Eisenzölle. Wir haben hier eine Fülle von Problemen nur angedeutet. Die naturgebundene Landwirtschaft zeigt andere Entwicklungslinien als die Industrie. Aber die Stabilisierungskrise ist auch ihr nicht erspart geblieben, und an die Stelle der völligen Entschuldung durch die Inflation (man denke an die Folgen einer rückwirkenden Aufwertung für die Landwirtschaft!) beginnt neue Verschuldung zu treten, die auch hier nur dann gesund sein kann, wenn sie zur Produktionssteigerung führt.

Ausblick

Als Zusammenfassung unseres Rückblickes stellen wir fest, daß das Jahr 1924 uns die Währungsgesundung gebracht hat, während ihre Rückwirkung auf die Sanierung der Wirtschaft noch in vollem Gange ist. Der Bereinigungs- und Umstellungsprozeß muß noch weitergehen und er wird auch fürderhin nicht immer schmerzfrei sein. Der ernsteste Gedanke wendet sich aber am Jahresende wieder den Gefahren zu, die der Wirtschaft von der Seite der Politik drohen. Die *Nichträumung der Kölner Zone* zum 10. Januar stellt die Politik der Befriedung vor eine schwere Belastungsprobe. Mögen auf allen Seiten die Kräfte, die den Friedenswillen und die aufbauende Arbeit vertreten, trotz aller Schwierigkeiten nicht erlahmen. Die Spuren des Jahres 1923 sollten hüben und drüben zur Vernunft mahnen. Aber auch im Innern haben wir mit politischen Sorgen

zu kämpfen. Die *Neuordnung der Handelspolitik,* deren Bedeutung für die Zukunftsgestaltung der deutschen Wirtschaft wir auf den verschiedensten Gebieten kennen gelernt haben, bedarf einer klaren Führung. Wir aber stehen zum Beginn des neuen Jahres wieder in einer *Regierungskrise,* wir stehen vor einem neugewählten Reichstag, in dem sich die Voraussetzungen für eine stabile Mehrheitsbildung nicht gebessert haben, wir stehen am Beginn des Jahres der Reichspräsidentenwahl inmitten unerhörter politischer Verhetzung. Das sind Wolken am Horizont, die auch der Wirtschaft manches störende Gewitter künden. Sie nicht zu sehen, wäre Torheit. Es gilt aber, ihnen das unbeirrte „Dennoch!" aufbauender Arbeit entgegenzustellen. Der Normalisierungsprozeß der Wirtschaft, der im Jahre 1924 begonnen hat, muß zu Ende geführt werden. Wenn wir die Ueberwindung der Inflationsgebresten und in vieler Hinsicht die Annäherung an Wirtschaftsverhältnisse der Zeit vor der Weltkriegskatastrophe als die Rückkehr zum Normalen empfinden, so wollen wir uns aber auch bewußt bleiben, daß dieser sogenannte „Normalzustand" kein Endziel ist, sondern nur eine *Etappe.* Erst nachdem sie erreicht ist, nachdem wir die akute Krankheit des letzten Jahrzehnts hinter uns haben, wird die Bahn frei sein für die weiterstrebende Arbeit zur Umformung der Wirtschaft, die ein vollkommeneres Instrument sozialer Wohlfahrt werden soll. Denn auch die „gute alte Zeit" vor 1914 war nicht so schön, wie sie heute manchem die Erinnerung vergoldet. Wenn wir auch nur einige Erkenntnisse und *praktische Lehren für die Arbeit an der Zukunft* beim Durchschreiten der Etappen des Wiederaufbaus gewonnen haben, so hat unsere wirtschaftskritische Arbeit ihren bescheidenen Zweck erfüllt.




UNIVERSITY OF ILLINOIS-URBANA
3 0112 059118700